



ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ
ΙΩΑΝΝΙΝΩΝ

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΙΩΑΝΝΙΝΩΝ

ΣΧΟΛΗ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΩΝ ΚΑΙ ΔΙΟΙΚΗΤΙΚΩΝ ΕΠΙΣΤΗΜΩΝ

ΠΡΟΓΡΑΜΜΑ ΜΕΤΑΠΤΥΧΙΑΚΩΝ ΣΠΟΥΔΩΝ ΣΤΗ ΛΟΓΙΣΤΙΚΗ –

ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ & ΔΙΟΙΚΗΤΙΚΗ ΕΠΙΣΤΗΜΗ

Διπλωματική Εργασία

«Ο θεσμός του leasing στην Ελλάδα και η χρήση του από τις επιχειρήσεις του κλάδου τεχνολογιών πληροφορικής και τηλεπικοινωνιών. Θεσμικό πλαίσιο και αποτελέσματα από την εφαρμογή του»

της

ΕΥΑΣ ΜΑΡΙΑΣ ΤΣΙΠΗΣ

Επιβλέπων καθηγητής : Γεωργόπουλος Ιωάννης

Υποβλήθηκε ως απαιτούμενο για την απόκτηση του Μεταπτυχιακού Διπλώματος στην Λογιστική – Χρηματοοικονομική & Διοικητική Επιστήμη

Δεκέμβριος 2018

**THE INSTITUTION OF LEASING IN GREECE AND ITS USE BY THE
INFORMATION AND COMMUNICATION TECHNOLOGY SECTOR
BUSSINESS. INSTITUTIONAL FRAMEWORK AND RESULTS ACHIEVED
THROU ITS IMPLEMENTATION.**

© Εύα – Μαρία Τσίπη, 2018

Με επιφύλαξη παντός δικαιώματος. All rights reserved.

Δήλωση μη λογοκλοπής

Δηλώνω υπεύθυνα και γνωρίζοντας τις κυρώσεις του Ν. 2121/1993 περί Πνευματικής Ιδιοκτησίας, ότι η παρούσα μεταπτυχιακή εργασία είναι εκ ολοκλήρου αποτέλεσμα δικής μου ερευνητικής εργασίας, δεν αποτελεί προϊόν αντιγραφής ούτε προέρχεται από ανάθεση σε τρίτους. Όλες οι πηγές που χρησιμοποιήθηκαν (κάθε είδους, μορφής και προέλευσης) για τη συγγραφή της περιλαμβάνονται στη βιβλιογραφία.

Εύα – Μαρία Τσίπη

Εγκρίθηκε από την τριμελή εξεταστική επιτροπή

Πρέβεζα, 2018

ΕΠΙΤΡΟΠΗ ΑΞΙΟΛΟΓΗΣΗΣ

1. Επιβλέπων καθηγητής

κος Γεωργόπουλος Ιωάννης

2. Μέλος επιτροπής

Χύτης Ευάγγελος

Επίκουρος Καθηγητής

3. Μέλος επιτροπής

Ναζάκης Χαρίλαος

Καθηγητής

ΠΕΡΙΛΗΨΗ

Η εκτεταμένη χρήση του θεσμού του leasing ως εργαλείο πραγματοποίησης επενδύσεων σε κεφαλαιουχικά αγαθά και ακίνητα, το καθιστά ένα σημαντικό εναλλακτικό μέσο χρηματοδότησης των επιχειρήσεων σήμερα, παρέχοντας σημαντικά πλεονεκτήματα για τα συμβαλλόμενα μέρη. Τις τελευταίες δεκαετίες η ανάπτυξη του θεσμού έχει οδηγήσει σε διόγκωση της αγοράς leasing σε διεθνές επίπεδο, γεγονός που η σημασία του για την λειτουργία των επιχειρήσεων είναι αναμφισβήτητη.

Στην παρούσα διπλωματική μελετάτε η χρήση του leasing στην Ελλάδα, προσδιορίζεται η νομική του υπόσταση και τα ιδιαίτερα χαρακτηριστικά των δύο βασικών κατηγοριών μίσθωσης: χρηματοδοτική και λειτουργική και αποσαφηνίζεται το τοπίο του λογιστικού και φορολογικού πεδίου εφαρμογής του leasing στην Ελλάδα και στο εξωτερικό. Σημαντική παράμετρος λογιστικοποίησης των οικονομικών πράξεων που απορρέουν από τις συμβάσεις χρηματοδοτικής και λειτουργικής μίσθωσης αποτελούν τα Δ.Λ.Π. Συγκεκριμένα, το Δ.Λ.Π 17 και τα Ελληνικά Λογιστικά Πρότυπα οριοθετούν τους κανόνες λογιστικοποίησης των μισθώσεων, ώστε η σύγκριση των αποτελεσμάτων μεταξύ διαφορετικού μεγέθους και διαφορετικής προέλευσης επιχειρήσεων να είναι δυνατή και αξιόπιστη.

Η παρούσα διπλωματική πέραν του θεωρητικού υπόβαθρου παρουσιάζει και πρακτικό ενδιαφέρον καθώς υπαγορεύεται από τις επικείμενες αλλαγές στην λογιστική αντιμετώπιση των μισθώσεων βάσει του νέου διεθνούς λογιστικού προτύπου αναφοράς 16 «Μισθώσεις», το οποίο αρχής γενομένης από 1/1/2019 αλλάζει άρδην τις μέχρι πρότινος γενικά αποδεκτές λογιστικές πρακτικές αντιμετώπισης των μισθώσεων. Στο πεδίο εφαρμογής του νέου προτύπου επιχειρείται να εκτιμηθεί η επίδραση της κεφαλαιοποίησης των λειτουργικών μισθώσεων στις οικονομικές καταστάσεις και κατ' επέκταση στους χρηματοοικονομικούς δείκτες ενός μικρού δείγματος επτά (7) εισηγμένων ελληνικών επιχειρήσεων του κλάδο των Τ.Π.Ε.

Λέξεις Κλειδιά: Χρηματοδοτική μίσθωση, Λειτουργική Μίσθωση, Διεθνές Πρότυπο Χρηματοοικονομικής Αναφοράς 16 «Μισθώσεις», Κεφαλαιοποίηση Λειτουργικών Μισθώσεων.

ABSTRACT

The extensive use of the leasing as an implementation tool of investments in capital goods and immovable property renders it a significant alternative financial instrument of enterprises today, providing important benefits to the contracting parties. Over the last decades the development of the institution has led to surge in the leasing market at an international level, a fact whose importance for the operation of business is indisputable.

In this paper the use of leasing in Greece is delved into, its legal status as well as the specific features of the two basic categories of leasing: financial and operational are identified and the landscape of the accounting and tax scope of the leasing both in Greece and abroad is clarified. An important parameter of accounting for financial transactions stemming from contracts of financial and operational leasing constitute the IAS. Specifically, the IAS 17 and the Greek Accounting Standards delimit the rules of accounting and leasing, so that the comparison between business of different size and different origin will be possible and reliable.

Besides its theoretical background, is also of practical interest since it is dictated by impending changes in the accounting of leasing on the basis of the new International Accounting Standard 16 "Leases", which starting from 1/1/2019 will change the recent generally accepted practices in meeting the leases radically. In the scope of the new standard it is attempted to evaluate the impact of the capitalization of operating leases on the financial situation and therefor on the economic financial ratios of a small sample of seven (7) listed Greek companies of the T.I.C sector.

Key words: Capital Leasing, Operating Leasing, International Financial Reporting Standard 16 "Leases", Capitalization of Operating Leases.

ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΑ

ΠΕΡΙΛΗΨΗ	6
ABSTRACT.....	7
ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΑ	8
ΚΑΤΑΛΟΓΟΣ ΠΙΝΑΚΩΝ – ΔΙΑΓΡΑΜΜΑΤΩΝ	11
ΣΥΝΤΟΜΟΓΡΑΦΙΕΣ	15
1.ΕΙΣΑΓΩΓΗ	17
1.1 Σκοπός Διπλωματικής.....	17
1.2 Διάρθρωση της Διπλωματικής	18
2. Ο ΘΕΣΜΟΣ ΤΟΥ LEASING	20
2.1 Η Σύμβαση Leasing στην Ελλάδα και Διεθνώς	20
2.1 Ιστορική αναδρομή του Leasing	22
2.3 Οι πρόσφατες εξελίξεις και τάσεις του leasing	25
2.3. Η αγορά του Leasing στην Ελλάδα και στην Ευρώπη με στατιστικά στοιχεία	26
3. ΕΙΔΗ LEASING - ΧΡΗΜΑΤΟΔΟΤΙΚΩΝ ΚΑΙ ΜΗ ΧΡΗΜΑΤΟΔΟΤΙΚΩΝ ΜΙΣΘΩΣΕΩΝ ...	33
3.1 Λειτουργική μίσθωση (Operating Leasing)	33
3.1.1 Χαρακτηριστικά της Λειτουργικής Μίσθωσης.....	33
3.1.2 Πλεονεκτήματα της Λειτουργικής Μίσθωσης	34
3.1.3 Μειονεκτήματα της Λειτουργικής Μίσθωσης	35
3.1.4 Λογιστικός Χειρισμός της Λειτουργικής Μίσθωσης	35
3.2 Χρηματοδοτική μίσθωση (Financial or Capital Leasing)	43
3.2.1 Χαρακτηριστικά της Χρηματοδοτικής Μίσθωσης.....	44
3.2.2 Πλεονεκτήματα της Χρηματοδοτικής Μίσθωσης.....	44
3.2.3 Μειονεκτήματα της Χρηματοδοτικής Μίσθωσης.....	45
3.2.4 Λογιστικός Χειρισμός της Χρηματοδοτικής Μίσθωσης.....	46
3.3 Σύγκριση Χρηματοδοτικής και Λειτουργικής μίσθωσης.....	54
3.4 Υποκατηγορίες του Leasing.....	57
3.4.1 Άμεση Μίσθωση (Direct Leasing)	57
3.4.2 Πώληση και επανεκμίσθωση (Sale and lease back).....	57
3.4.3 Συμμετοχική ή μοχλευμένη μίσθωση (Leveraged Leasing).....	58
3.4.4 Κοινοπρακτική μίσθωση (Syndicated Leasing)	58
3.4.5 Χρηματοδοτική Μίσθωση με προμηθευτές (Vendor Leasing)	59
3.4.6 Πώληση – Μίσθωση με Όρους (Conditional Sale – Leasing)	59

3.4.7 Χρηματοδοτική μίσθωση κατά παραγγελία (Ccustom Leasing).....	59
3.4.8 Διασυνοριακή ή Διεθνής Μίσθωση (Cross - Border Leasing).....	60
3.4.9 Χρηματοδοτική Μίσθωση Ακινήτων (Real Estate Leasing).....	60
4. ΤΟ ΘΕΣΜΙΚΟ ΚΑΙ ΛΟΓΙΣΤΙΚΟ ΠΛΑΙΣΙΟ ΤΟΥ LEASING	64
4.1 Η θεσμοθέτηση της χρηματοδοτικής μίσθωσης στο εξωτερικό.....	64
4.2 Η θεσμοθέτηση της χρηματοδοτικής μίσθωσης στην Ελλάδα – Νομοθετικό Πλαίσιο (Ν. 1665/1986)	71
4.2.1 Εκμισθωτές – Άδεια Λειτουργίας	72
4.2.2 Διάρκεια χρηματοδοτικής μίσθωσης – Μεταβίβαση δικαιωμάτων και υποχρεώσεων - Ασφάλιση.....	74
4.2.3 Τύπος – Περιεχόμενο	76
4.2.4 Δημοσιότητα – Ενέργειες έναντι τρίτων	80
4.2.5 Φοροαπαλλαγές, φορολογικά κίνητρα και συναφείς ρυθμίσεις.....	82
4.2 Διεθνές Λογιστικό Πρότυπο 17 «Μισθώσεις».....	85
4.2.1 Εισαγωγή στα Δ.Λ.Π / Δ.Π.Χ.Α.	85
4.2.2 Εισαγωγή - Διεθνές Λογιστικό Πρότυπο 17	87
4.2.3 Πεδίο Εφαρμογής.....	88
4.2.4 Ταξινόμηση των μισθώσεων	88
4.2.5 Κατάταξη Μισθώσεων σε γη και Ακίνητα.....	89
4.2.6 Αρχική αναγνώριση και μεταγενέστερη αποτίμηση μισθώσεων	91
4.2.7 Γνωστοποιήσεις.....	92
4.3 Μετάβαση στα νέα δεδομένα Δ.Π.Χ.Α 16 «Μισθώσεις»	95
4.3.1 Εισαγωγή.....	95
4.3.2 Τα νέα δεδομένα του Δ.Π.Χ.Α 16.....	96
4.3.3 Ο αντίκτυπος της εφαρμογής του Δ.Π.Χ.Α 16.....	102
4.4 Ελληνικά Λογιστικά Πρότυπα (Ν.4308/2014) και Μισθώσεις.....	103
5. ΔΙΕΞΑΓΩΓΗ ΕΡΕΥΝΑΣ	113
5.1 Επισκόπηση Ερευνών	113
5.2 Επιλογή Δείγματος.....	122
5.3 Περιγραφή της μεθοδολογίας.....	123
5.4 Ανάλυση χρηματοοικονομικών δεικτών	129
5.5 Εταιρείες του δείγματος	135
5.5.1 Ο.Τ.Ε. Α.Ε.....	135
5.5.2 ΙΝΤΡΑΚΟΜ ΣΥΜΜΕΤΟΧΩΝ Α.Ε.....	142
5.5.3 ΠΛΑΙΣΙΟ COMPUTERS Α.Ε.Β.Ε.	149

5.5.4 QUEST ΣΥΜΜΕΤΟΧΩΝ Α.Ε.....	156
5.5.5 SPACE HELLAS Α.Ε.....	163
5.5.6 LOGISMOS ΣΥΣΤΗΜΑΤΑ ΠΛΗΡΟΦΟΡΙΚΗΣ Α.Ε.	170
5.5.7 ENTERSOFT Α.Ε.....	176
6. ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ ΕΡΕΥΝΑΣ - ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ	183
Βιβλιογραφία.....	195
Πηγές Διαδικτύου	196
ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ Ι.....	204
ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ ΙΙ	212

ΚΑΤΑΛΟΓΟΣ ΠΙΝΑΚΩΝ – ΔΙΑΓΡΑΜΜΑΤΩΝ

<i>Διάγραμμα 2.1</i>	27
<i>Νέες Εργασίες Εκμίσθωσης ανά κατηγορία εξοπλισμού (2008 -2017)</i>	27
<i>Διάγραμμα 2.2</i>	28
<i>Συνολικοί όγκοι Νέων Εργασιών Εκμίσθωσης (2008 -2017)</i>	28
<i>Διάγραμμα 2.3</i>	28
<i>Συνολικοί όγκοι Νέων Εργασιών Εκμίσθωσης ανά επιχειρηματική δραστηριότητα (2008 -2017)</i>	29
<i>Διάγραμμα 2.4</i>	29
<i>Συνολικοί όγκοι Νέων Εργασιών Εκμίσθωσης ανά διάρκεια συμβολαίου (2008 -2017)</i>	30
<i>Διάγραμμα 2.5</i>	30
<i>Νέες Εργασίες Εκμίσθωσης ανά διάρκεια συμβολαίου (2008 -2017)</i>	30
<i>Διάγραμμα 2.6</i>	31
<i>Νέες και Υφιστάμενες Εργασίες Εκμίσθωσης 2017</i>	31
<i>Πίνακας 3.1</i>	39
<i>Ημερολόγιο Εγγραφών Μισθωτή</i>	39
<i>Πίνακας 3.2</i>	41
<i>Ημερολόγιο Εγγραφών Εκμισθωτή</i>	41
<i>Πίνακας 3.3</i>	50
<i>Αποπληρωμή Μισθωμάτων Χρηματοδοτικής Μίσθωσης</i>	50
<i>Πίνακας 3.4</i>	51
<i>Ημερολόγιο Εγγραφών Μισθωτή «BHTA A.E»</i>	51
<i>Πίνακας 3.5</i>	53
<i>Ημερολόγιο Εγγραφών Εκμισθωτή «Alpha Leasing A.E»</i>	53
<i>Πίνακας 3.6</i>	55
<i>Διαφορές Χρηματοδοτικής και Λειτουργικής Μίσθωσης</i>	55
<i>Πίνακας 5.1</i>	123
<i>Εταιρείες του κλάδου τεχνολογιών πληροφορικής και τηλεπικοινωνιών του Χ.Α.Α</i>	123
<i>Πίνακας 5.2</i>	129
<i>Αριθμοδείκτες Απόδοσης και Χρέους</i>	129
<i>Πίνακας 5.3</i>	135
<i>Οικονομικά Στοιχεία χρήσης 2017 Ομίλου Ο.Τ.Ε. Α.Ε.</i>	135
<i>Πίνακας 5.3.1</i>	136
<i>Προσαρμογή οικονομικών στοιχείων χρήσης 2017 μετά την κεφαλαιοποίηση των λειτουργικών μισθώσεων</i>	136
<i>Πίνακας 5.3.2</i>	139
<i>Υπολογισμός αριθμοδεικτών πριν και μετά την κεφαλαιοποίηση των λειτουργικών μισθώσεων</i>	139
<i>Πίνακας 5.3.3</i>	140
<i>Υπολογισμός σταθμισμένου Market Premium Risk με βάση τις πωλήσεις ανά χώρα</i>	140
<i>Πίνακας 5.3.4</i>	141

Υπολογισμός Μέσου Σταθμικού Κόστους Κεφαλαίου πριν και μετά την κεφαλαιοποίηση των λειτουργικών μισθώσεων	141
Πίνακας 5.4.....	142
Οικονομικά Στοιχεία χρήσης 2017 Ομίλου INTRAKOM A.E.....	142
Πίνακας 5.4.1.....	143
Προσαρμογή οικονομικών στοιχείων χρήσης 2017 μετά την κεφαλαιοποίηση των λειτουργικών μισθώσεων	143
Πίνακας 5.4.2.....	146
Υπολογισμός αριθμοδεικτών πριν και μετά την κεφαλαιοποίηση των λειτουργικών μισθώσεων	146
Πίνακας 5.4.3.....	147
Υπολογισμός σταθμισμένου Market Premium Risk με βάση τις πωλήσεις ανά γεωγραφικό τομέα.....	147
Πίνακας 5.4.4.....	148
Υπολογισμός Μέσου Σταθμικού Κόστους Κεφαλαίου πριν και μετά την κεφαλαιοποίηση των λειτουργικών μισθώσεων	148
Πίνακας 5.5.....	149
Οικονομικά Στοιχεία χρήσης 2017 Ομίλου ΠΛΑΙΣΙΟ A.E.B.E.....	149
Πίνακας 5.5.1.....	150
Υπολογισμός σταθμισμένων Default Spread και Market Premium Risk με βάση τις πωλήσεις ανά χώρα.....	150
Πίνακας 5.5.2.....	151
Προσαρμογή οικονομικών στοιχείων χρήσης 2017 μετά την κεφαλαιοποίηση των λειτουργικών μισθώσεων	151
Πίνακας 5.5.3.....	154
Υπολογισμός αριθμοδεικτών πριν και μετά την κεφαλαιοποίηση των λειτουργικών μισθώσεων	154
Πίνακας 5.5.4.....	155
Υπολογισμός Μέσου Σταθμικού Κόστους Κεφαλαίου πριν και μετά την κεφαλαιοποίηση των λειτουργικών μισθώσεων	155
Πίνακας 5.6.....	156
Οικονομικά Στοιχεία χρήσης 2017 Ομίλου QUEST A.E.....	156
Πίνακας 5.6.1.....	157
Υπολογισμός σταθμισμένων Default Spread και Market Premium Risk με βάση τις πωλήσεις ανά γεωγραφικό τομέα	157
Πίνακας 5.6.2.....	158
Προσαρμογή οικονομικών στοιχείων χρήσης 2017 μετά την κεφαλαιοποίηση των λειτουργικών μισθώσεων	158
Πίνακας 5.6.3.....	161
Υπολογισμός αριθμοδεικτών πριν και μετά την κεφαλαιοποίηση των λειτουργικών μισθώσεων	161
Πίνακας 5.6.4.....	162
Υπολογισμός Μέσου Σταθμικού Κόστους Κεφαλαίου πριν και μετά την κεφαλαιοποίηση των λειτουργικών μισθώσεων	162

Πίνακας 5.7.....	163
Οικονομικά Στοιχεία χρήσης 2017 Ομίλου SPACE A.E.	163
Πίνακας 5.7.1.....	164
Προσαρμογή οικονομικών στοιχείων χρήσης 2017 μετά την κεφαλαιοποίηση των λειτουργικών μισθώσεων	164
Πίνακας 5.7.2.....	167
Υπολογισμός αριθμοδεικτών πριν και μετά την κεφαλαιοποίηση των λειτουργικών μισθώσεων	167
Πίνακας 5.7.3.....	169
Υπολογισμός Μέσου Σταθμικού Κόστους Κεφαλαίου πριν και μετά την κεφαλαιοποίηση των λειτουργικών μισθώσεων	169
Πίνακας 5.8.....	170
Οικονομικά Στοιχεία χρήσης 2017 LOGISMOS A.E.	170
Πίνακας 5.8.1.....	171
Προσαρμογή οικονομικών στοιχείων χρήσης 2017 μετά την κεφαλαιοποίηση των λειτουργικών μισθώσεων	171
Πίνακας 5.8.2.....	174
Υπολογισμός αριθμοδεικτών πριν και μετά την κεφαλαιοποίηση των λειτουργικών μισθώσεων	174
Πίνακας 5.8.3.....	175
Υπολογισμός Μέσου Σταθμικού Κόστους Κεφαλαίου πριν και μετά την κεφαλαιοποίηση των λειτουργικών μισθώσεων	175
Πίνακας 5.9.....	176
Οικονομικά Στοιχεία χρήσης 2017 Ομίλου ENTERSOFT A.E.	176
Πίνακας 5.9.1.....	177
Υπολογισμός σταθμισμένων Default Spread και Market Premium Risk με βάση τις πωλήσεις ανά γεωγραφικό τομέα	177
Πίνακας 5.9.2.....	178
Προσαρμογή οικονομικών στοιχείων χρήσης 2017 μετά την κεφαλαιοποίηση των λειτουργικών μισθώσεων	178
Πίνακας 5.9.3.....	181
Υπολογισμός αριθμοδεικτών πριν και μετά την κεφαλαιοποίηση των λειτουργικών μισθώσεων	181
Πίνακας 5.9.4.....	182
Υπολογισμός Μέσου Σταθμικού Κόστους Κεφαλαίου πριν και μετά την κεφαλαιοποίηση των λειτουργικών μισθώσεων	182
Πίνακας 5.10.....	184
Συγκεντρωτικά αποτελέσματα μεταβολής ενεργητικού και χρέους των εταιρειών του κλάδου Τ.Π.Ε. πριν και μετά την κεφαλαιοποίηση των λειτουργικών μισθώσεων.....	184
Πίνακας 5.11.....	186
Συγκεντρωτικά αποτελέσματα μεταβολής αποτελεσμάτων χρήσης των εταιρειών του κλάδου Τ.Π.Ε. πριν και μετά την κεφαλαιοποίηση των λειτουργικών μισθώσεων.....	187
Πίνακας 5.12.....	187

<i>Συγκεντρωτικά αποτελέσματα αριθμοδεικτών των εταιρειών του κλάδου Τ.Π.Ε. πριν και μετά την κεφαλαιοποίηση των λειτουργικών μισθώσεων</i>	<i>188</i>
<i>Πίνακας 5.13.....</i>	<i>192</i>
<i>Σύγκριση δείκτη ROIC και WACC των εταιρειών του κλάδου Τ.Π.Ε. πριν και μετά την κεφαλαιοποίηση των λειτουργικών μισθώσεων.....</i>	<i>192</i>

ΣΥΝΤΟΜΟΓΡΑΦΙΕΣ

A.E.B.E.	Ανώνυμη Εμπορική Βιομηχανική Εταιρεία
A.B.E.T.E.	Ανώνυμη Βιομηχανική Εμπορική Τεχνική Εταιρεία
A.E	Ανώνυμη Εταιρεία
A.K.	Αστικός Κώδικας
A.Φ.Μ.	Αριθμός Φορολογικού Μητρώου
Δ.Ε.Α.	Δείκτης Εναλλακτικής Αγοράς
Δ.Λ.Π	Διεθνές Λογιστικό Πρότυπο
Δ.Π.Χ.Α	Διεθνές Πρότυπο Χρηματοοικονομικής Αναφοράς
δ.σ.	Διεθνής Σύμβαση
Ε.Γ.Λ.Σ	Ελληνικό Γενικό Λογιστικό Σχέδιο
Ε.Ε.	Ευρωπαϊκή Ένωση
Ε.Λ.Π	Ελληνικά Λογιστικά Πρότυπα
Κ.Φ.Α.Σ	Κώδικας Φορολογικής Απεικόνισης Συναλλαγών
Κ.Φ.Ε.	Κώδικας Φορολογίας Εισοδήματος
Μ.Ε.Δ.	Μόνιμη Επιτροπή Διερμηνειών
Ν.Π.Δ.Δ	Νομικά Πρόσωπα Δημοσίου Δικαίου
Π.Δ.	Προεδρικό Διάταγμα
Σ.Δ.Λ.Π.	Συμβούλιο Διεθνών Λογιστικών Προτύπων
Σ.Π.Α.Σ.Π.	Συντελεστής Παρούσας Αξίας Σειράς Πληρωμών
Σ. Χ.Λ.Π.	Συμβουλίου Χρηματοοικονομικών Λογιστικών Προτύπων
Τ.Π.Ε.	Τεχνολογίες Πληροφορικής και Επικοινωνιών
Φ.Μ.Α.	Φόρος Μεταβίβασης Ακινήτων
Φ.Π.Α.	Φόρος Προστιθέμενης Αξίας
Χ.Α.Α.	Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών
Χ/Μ	Χρηματοδοτική Μίσθωση
A.S.C	Accounting Standards Codification
G.A.A.P	General Acceptable Accounting Principles
G.D.P.	Gross Domestic Product
I.A.S.B	International Accounting Standards Board
I.A.S.C	International Accounting Standards Committee
I.A.S.	International Accounting Standards

I.F.R.S.F.	International Financial Reporting Standards Foundation
I.F.R.S	International Financial Reporting Standards
F.A.S.B.	Financial Accounting Standards Board
M.P.R.	Market Premium Risk
N.Y.U.	New York University
R.O.U	Right Of Use
S.S.A.P.	Statements of Standards Accounting Practice
W.A.C.C.	Weighted Average Cost of Capital

1.ΕΙΣΑΓΩΓΗ

1.1 Σκοπός Διπλωματικής

Το leasing σήμερα αποτελεί μια σημαντική και ευρέως χρησιμοποιούμενη λύση χρηματοδότησης. Επιτρέπει στις επιχειρήσεις να έχουν πρόσβαση και να χρησιμοποιούν ακίνητα και εξοπλισμό χωρίς να εκταμιεύσουν μεγάλες ταμειακές ροές. Παρέχει ευελιξία και δίνει την δυνατότητα στους μισθωτές να αντιμετωπίσουν το ζήτημα του κινδύνου απαξίωσης και της υπολειμματικής αξίας. Στην πραγματικότητα, πολλές φορές, η μίσθωση είναι ο μόνος τρόπος για την απόκτηση κεφαλαιουχικών αγαθών ιδιαίτερα για τις μικρομεσαίες επιχειρήσεις. Ως εκ τούτου, η επικράτηση της χρήσης του εργαλείου leasing ως μέσο χρηματοδότησης και ανάπτυξης των επιχειρήσεων, ιδιαίτερος τις τελευταίες δεκαετίες, δημιούργησε μια διογκωμένη αγορά με τζίρους που ξεπερνά κατά πολύ το ακαθάριστο εγχώριο προϊόν πολλών αναπτυσσόμενων χωρών.

Για τους παραπάνω λόγους, σκοπός της παρούσας διπλωματική είναι να περιγράψει τον θεσμό του leasing στην Ελλάδα σε σύγκριση με τα ισχύοντα σε χώρες του εξωτερικού, να οριοθετήσει τη νομική υπόσταση της χρηματοδοτικής μίσθωσης ως μια πράξη δικαιοπραξίας ιδιάζουσας σημασίας για την πραγματοποίηση επενδύσεων, η οποία διαφοροποιείται ουσιωδώς από άλλες μορφές μισθώσεων αλλά και μέσω χρηματοδότησης, να περιγράψει την υπάρχουσα κατάσταση στην Ελλάδα και στο εξωτερικό σχετικά με τις χρονικές και ουσιαστικές διαφορές θεσμοθέτησης του leasing και κατ' επέκταση επικράτησή του ως εργαλείο ανάπτυξης της εγχώριας οικονομίας, να επισημάνει τις αντιφάσεις και τα κίνητρα μεταξύ φορολογικού, νομικού και λογιστικού πλαισίου ανάπτυξης και χρήσης του leasing, να περιγράψει τις ουσιώδεις διαφορές μεταξύ χρηματοδοτικών και λειτουργικών μισθώσεων με βάση την κατηγοριοποίηση του ισχύοντος Διεθνούς Λογιστικού Πρότυπου 17 και των Ελληνικών Λογιστικών Προτύπων και να παρουσιάσει τις πιθανές συνέπειες εφαρμογής του νέου Λογιστικού Πρότυπου Χρηματοοικονομικής Αναφοράς 16 «Μισθώσεις», για τις ελληνικές επιχειρήσεις που εκ του νόμου εφαρμόζουν τα Δ.Λ.Π. Η αλλαγή λογιστικής αντιμετώπισης και φιλοσοφίας που επιφέρει η εφαρμογή του Δ.Π.Χ.Α. 16 «Μισθώσεις» αρχής γενομένης από 1/1/2019, στα χρηματοοικονομικά δεδομένα των εισηγμένων εταιρειών αποτέλεσε το έναυσμα για την διεξαγωγή εμπειρικής έρευνας, η οποία αποβλέπει στην εκτίμηση της επίδρασης που θα έχει η αρχική εφαρμογή του προτύπου στα οικονομικά δεδομένα του έτους 2017 των

εισηγμένων εταιρειών του τομέα πληροφορικής και τηλεπικοινωνιών. Η μελέτη των επιπτώσεων σε βασικά οικονομικά μεγέθη στην κατάσταση οικονομικής θέσης και στην κατάσταση αποτελεσμάτων χρήσης επηρεάζει βασικούς χρηματοοικονομικούς δείκτες που αξιολογούνται από επενδυτές, δανειστές και μετόχους και παρέχουν σημαντική χρηματοοικονομική πληροφόρηση για την αξιολόγηση της οικονομικής ευρωστίας και ανάπτυξης των εταιρειών. Στα πλαίσια της εμπειρικής έρευνας εκτιμάται η κατεύθυνση και η ένταση της επίδρασης από την κεφαλαιοποίηση των λειτουργικών μισθωμάτων σε επιλεγμένους χρηματοοικονομικούς δείκτες αποδοτικότητας και μόχλευσης των εισηγμένων ελληνικών εταιρειών του κλάδου Τ.Π.Ε..

1.2 Διάρθρωση της Διπλωματικής

Η παρούσα διπλωματική αναπτύσσεται σε έξι (6) βασικά κεφάλαια, τα οποία έχουν ως εξής :

Στο πρώτο κεφάλαιο δίνεται μια σύντομη περιγραφή των λόγων και του σκοπού εκπόνησης της παρούσας διπλωματικής και τα σημεία ενδιαφέροντος για την διεξαγωγή της εμπειρικής έρευνας, καθώς επίσης παρουσιάζεται και η δομή των περιεχομένων της.

Στο δεύτερο κεφάλαιο δίνεται ο ορισμός της σύμβασης χρηματοδοτικής μίσθωσης, και τα χαρακτηριστικά που την συνθέτουν, ενώ παράλληλα παρουσιάζεται η ιστορική αναδρομή του θεσμού και η μετεξέλιξή του στην σημερινή του μορφή και χρήση, με αναφορά στις πιο πρόσφατες τάσεις και εξελίξεις του θεσμού που έχουν επικρατήσει στην διεθνή οικονομική σκηνή και σκιαγραφείται η εξέλιξη της εγχώριας αγοράς του leasing την τελευταία δεκαετία μέσω ποσοτικών στατιστικών δεδομένων και αντίστοιχα της Ευρωπαϊκής αγοράς για το 2017.

Στο τρίτο κεφάλαιο δίνεται μια σύντομη περιγραφή των ιδιαίτερων χαρακτηριστικών της λειτουργικής και χρηματοδοτικής μίσθωσης με έμφαση στα σημεία που τις διαφοροποιεί μεταξύ τους, των πλεονεκτημάτων που παρέχουν κυρίως από στην πλευρά του μισθωτή και των τυχόν μειονεκτημάτων που εμφανίζουν, παρουσιάζεται το θεωρητικό υπόβαθρο λογιστικού χειρισμού τους με βάση το Δ.Λ.Π 17 παραθέτοντας παραδείγματα πρακτικής εφαρμογής, ενώ στην τρίτη υποενότητα του κεφαλαίου αντιπαραθέτουμε συγκεντρωτικά σε έναν πίνακα τις βασικότερες διαφορές μεταξύ των δύο κατηγοριών μίσθωσης. Τέλος στην υποενότητα 4 περιγράφονται πολύ συνοπτικά τα διάφορα είδη

χρηματοδοτικής και μη χρηματοδοτικής μίσθωσης που χρησιμοποιούνται ευρέως σήμερα με μεγαλύτερη έμφαση στην υποκατηγορία του leasing ακινήτων.

Στο τέταρτο κεφάλαιο αναπτύσσεται διεξοδικά το νομικό πλαίσιο εφαρμογής της χρηματοδοτικής μίσθωσης σε διεθνές και εθνικό επίπεδο. Παρατίθενται δύο βασικά νομοθετήματα που οριοθετούν τα δικαιώματα και τις υποχρεώσεις των συμβαλλόμενων μερών σε εθνικό και παγκόσμιο επίπεδο: της διεθνούς σύμβασης leasing και του αναθεωρημένου νόμου 1665/1986. Αναλύεται επίσης διεξοδικά το λογιστικό πλαίσιο εφαρμογής του leasing όπως ισχύει σήμερα, με βάση το Δ.Λ.Π 17 και τα Ελληνικά Λογιστικά Πρότυπα (Ν.4308/2014) και παρουσιάζονται οι σημαντικότερες αλλαγές που επιφέρει η εφαρμογή του Δ.Π.Χ.Α. 16 «Μισθώσεις», επισημαίνοντας τις πιθανές επιπτώσεις για τις επιχειρήσεις.

Στην αρχή του πέμπτου κεφαλαίου γίνεται παρουσίαση των ευρημάτων μελετών που έχουν πραγματοποιηθεί σε διάφορες χώρες σχετικά με την επίδραση της κεφαλαιοποίησης των λειτουργικών μισθώσεων στα οικονομικά δεδομένα των επιχειρήσεων με βάση τις αλλαγές που προβλέπει το Δ.Π.Χ.Α 16. Στην συνέχεια παρουσιάζονται οι εταιρείες του κλάδου Τ.Π.Ε και τα κριτήρια επιλογής αυτών, με βάση τα οποία θα διεξαχθεί η εμπειρική έρευνα σχετικά με την επίδραση της επανακατηγοριοποίησης των λειτουργικών μισθώσεων στα οικονομικά δεδομένα της διαχειριστική χρήση του 2017, περιγράφεται η μεθοδολογία διεξαγωγής της εμπειρικής έρευνας, καθώς και οι επιλεγμένοι χρηματοοικονομικοί αριθμοδείκτες που θα χρησιμοποιηθούν για την αξιολόγηση των αλλαγών στα οικονομικά μεγέθη των εταιρειών του δείγματος. Στην πέμπτη υποενότητα του κεφαλαίου παρουσιάζονται τα αποτελέσματα της όλης διαδικασίας για κάθε μία ξεχωριστά εταιρεία.

Στο έκτο κεφάλαιο παρουσιάζονται συγκεντρωτικά τα ευρήματα της εμπειρικής έρευνας μέσω πινάκων, σε τρία επίπεδα και εξάγονται συμπεράσματα στο πεδίο εφαρμογής της κεφαλαιοποίησης των λειτουργικών μισθωμάτων σε σχέση και με τα ευρήματα άλλων ερευνών που έχουν πραγματοποιηθεί σε διάφορες χώρες.

2. Ο ΘΕΣΜΟΣ ΤΟΥ LEASING

2.1 Η Σύμβαση Leasing στην Ελλάδα και Διεθνώς

Η ορολογία leasing¹ όπως έχει επικρατήσει διεθνώς νοείται ως ο μηχανισμός εκείνος μέσω του οποίου μια εταιρεία εκμίσθωσης αγοράζει ένα επενδυτικό προϊόν με βάση συγκεκριμένες προδιαγραφές κατόπιν εντολής της εταιρείας-μισθωτής και το εκμισθώνει για συγκεκριμένο χρονικό διάστημα σε προκαθορισμένες δόσεις εξόφλησης. Στο τέλος δε της περιόδου εκμίσθωσης ο μισθωτής διατηρεί το δικαίωμα είτε να ασκήσει το δικαίωμα αγοράς – προαίρεσης (option) σε τιμή ευκαιρίας είτε να επιμηκύνει την διάρκεια μίσθωσης για ορισμένη περίοδο. Πρόκειται για τριγωνική σχέση αφού εμπλέκονται τρία μέρη: ο προμηθευτής (supplier), η εταιρεία εκμίσθωσης (lessor) και ο μισθωτής (lessee).

Ο θεσμός του leasing αναπτύχθηκε παγκοσμίως στην σύγχρονη μορφή του ως μια εναλλακτική μορφή χρηματοδότησης (financial leasing) μέσω της οποίας πραγματοποιούνται επενδύσεις σε κεφαλαιουχικά αγαθά κινητών ή ακινήτων. Η διαφορά από τον παραδοσιακό τρόπο απόκτησης κεφαλαιουχικών αγαθών, δηλαδή μέσω δανεισμού, έγκειται στο γεγονός ότι μέσω του leasing εξασφαλίζεται η ολική χρηματοδότηση των αναγκαίων κεφαλαιουχικών αγαθών για την ανάπτυξη των δραστηριοτήτων μιας επιχείρησης, χωρίς την συμμετοχή ιδίων κεφαλαίων ή την ανάγκη άμεσης εκταμίευσης από την εταιρεία και την παροχή εμπράγματων εξασφαλίσεων για την απόκτηση τους. Το ίδιο το κεφαλαιουχικό αγαθό αποτελεί εγγύηση εξασφάλισης του χρηματοδότη – εκμισθωτή.

Όπως προκύπτει από τον εννοιολογικό προσδιορισμό της νομικής φύσης της σύμβασης leasing οι διαφορές από την απλή λειτουργική μίσθωση (renting²) είναι εμφανείς. Στην χρηματοδοτική μίσθωση η εκμισθώτρια εταιρεία δεν κατέχει από πριν το αντικείμενο της μίσθωσης αλλά μεσολαβεί για την αγορά του για να το παραχωρήσει προς χρήση στον συγκεκριμένο μισθωτή σύμφωνα με τις προδιαγραφές που ο ίδιος έχει θέσει. Η πράξη εκμίσθωσης αποσκοπεί μόνο στην έντοκη επιστροφή του κεφαλαίου που επένδυσε και όχι στην απόκτηση προσόδων από την επαναλαμβανόμενη εκμίσθωσή του. Τα μισθώματα τα

¹ Έχει επικρατήσει διεθνώς η ορολογία Leasing να ταυτίζεται με το Financial Leasing (Χρηματοδοτική Μίσθωση)

² Στην Ευρώπη αντί του αγγλικού όρου “operating lease” έχει επικρατήσει το “renting” ή “rental”

οποία καταβάλει ο μισθωτής κατά την διάρκεια της σύμβασης ως επί το πλείστον καλύπτουν την αξία αγοράς που κατέβαλε η εκμισθώτρια εταιρεία πλέον των τόκων και της αμοιβής διαμεσολάβησης. Κατά συνέπεια η διάρκεια εκμίσθωσης είναι αναπόσπαστα συνδεδεμένη με την οικονομική ζωή του εκμισθωμένου πράγματος³. Η απλή μίσθωση διαφοροποιείται από την χρηματοδοτική μίσθωση και ως προς τους κινδύνους, τα βάρη και τις δαπάνες που αναλαμβάνει ο μισθωτής κάνοντας χρήση του πράγματος αφού όπως αδόκιμα λέγεται αποκτά την οικονομική κυριότητα του πράγματος που σημαίνει ότι ο μισθωτής οφείλει τα μισθώματα μέχρι την λήξη της σύμβασης ακόμα και αν το μίσθιο καταστραφεί ή απολεσθεί, δέσμευση η οποία παρέχει τα εχέγγυα της νομικής κυριότητας του πράγματος που τυπικά ανήκει στον εκμισθωτή⁴.

Παρά τα διαφορετικά νομοθετικά καθεστάτα που ισχύουν σε κάθε χώρα σε επίπεδο αστικού, εμπορικού και φορολογικού δικαίου έχει επικρατήσει μια γενικότερη τάση τυποποίησης των διάφορων θεσμικών καθεστώτων σε επίπεδο λογιστικής παρακολούθησης και απεικόνισης των οικονομικών γεγονότων. Στην σημερινή πραγματικότητα όπου η παγκοσμιοποίηση απαιτεί οι ισολογισμοί και εν γένει οι οικονομικές καταστάσεις να συντάσσονται με βάση τα διεθνή λογιστικά πρότυπα⁵ (IAS – International Accounting Standards) και τα αμερικανικά λογιστικά πρότυπα (US GAAP - United States Generally Accepted Accounting Principles) η λογιστική παρακολούθηση των συμβάσεων leasing συγκλίνει προς την ίδια φιλοσοφία⁶.

Στις περισσότερες χώρες έχουν θεσπιστεί ειδικοί νόμοι που οριοθετούν την διαδικασία αυτών των ειδών συμβάσεων μίσθωσης. Σε διεθνές επίπεδο ήδη από το 1988⁷ έχει

³ Παναγιώτης Κ. Μάζης, *Η χρηματοδοτική μίσθωση – leasing*, 2^η Έκδοση, (Αθήνα : Σάκκουλας, 1999), 36

⁴ Μάζης, *Η χρηματοδοτική μίσθωση...*, 36

⁵ 144 χώρες έχουν υιοθετήσει τα πρότυπα IFRS για όλες ή τις περισσότερες εγχώριες οντότητες εισηγμένες εταιρείες και χρηματοπιστωτικά ιδρύματα στις κεφαλαιαγορές τους).

The International Financial Reporting Standards Foundation "Who uses IFRS Standards", <https://www.ifrs.org/use-around-the-world/use-of-ifrs-standards-by-jurisdiction/#analysis> Πρόσβαση στις 5 Σεπτεμβρίου 2018.

⁶ Ταξινόμηση μισθώσεων ως κεφαλαιουχικές ή λειτουργικές βάσει προκαθορισμένων κριτηρίων.

Γνωστοποιήσεις για τις λειτουργικές μισθώσεις (IAS 17, ASC 842).

European Commission, "International Accounting Standard 17: Leases",

1) http://ec.europa.eu/internal_market/accounting/docs/consolidated/ias17_en.pdf Πρόσβαση στις 5 Σεπτεμβρίου 2018.

2) Financial Accounting Standards Board. "Leases Topic (842)", 2016, https://www.fasb.org/jsp/FASB/Document_C/DocumentPage?cid=1176167901010&acceptedDisclaimer=true (βλ. σελ. 37-39, 117). Πρόσβαση στις 6 Σεπτεμβρίου 2018.

⁷ Μάζης, *Η χρηματοδοτική μίσθωση...*, 69

καταστεί εφικτή η θέσπιση μιας κοινής νομοθετικής ρύθμισης για την πραγματοποίηση των διεθνών συμβάσεων leasing⁸.

Στην Ελλάδα η θεσμοθέτηση της χρηματοδοτικής μίσθωσης καθιερώθηκε με τον Ν. 1665/1986⁹. Σύμφωνα με το άρθρο 2 § 1 «Συμβάσεις χρηματοδοτικής μίσθωσης μπορούν να συνάπτουν ως εκμισθωτές μόνο ανώνυμες εταιρείες με αποκλειστικό σκοπό τη διενέργεια εργασιών χρηματοδοτικής μίσθωσης.» Στην Ελλάδα υπηρεσίες leasing παρέχονται από θυγατρικές εταιρείες των τραπεζικών ομίλων που έχουν συσταθεί ακριβώς για τον σκοπό αυτό, ως συμπληρωματικά τραπεζικά προϊόντα χρηματοδότησης, αφού η δυνατότητα εξεύρεσης των αναγκαίων κεφαλαίων τους δίνει την δυνατότητα να υποστηρίξουν τα προϊόντα χρηματοδοτικής μίσθωσης και είναι σε θέση να αξιολογήσουν την πιστοληπτική ικανότητα του εκάστοτε μισθωτή. Σε επίπεδο λογιστικό - φορολογικό οι αλλαγές που επήλθαν με την καθιέρωση των Δ.Λ.Π. στις επιχειρήσεις του Χ.Α.Α. (από 01/01/2005) και των Ε.Λ.Π. (Ν.4308/2014) επέφεραν και τις αναγκαίες τροποποιήσεις στις οικονομικές καταστάσεις. Παράλληλα, ο αναπτυξιακός νόμος 4399/2016 παρέχει κίνητρα επέκτασης και ανάπτυξης της χρήσης του εργαλείου leasing από τις ελληνικές επιχειρήσεις με σκοπό τον εκσυγχρονισμό και την ανανέωση του μηχανολογικού και τεχνολογικού τους εξοπλισμού.

2.1 Ιστορική αναδρομή του Leasing

Η εμφάνιση πράξεων μίσθωσης σε υποτυπώδη μορφή έχουν καταγραφεί σε δίκαια αρχαίων λαών όπως των Σουμερίων, της Αιγύπτου, της Βαβυλώνας και της Ελλάδα ήδη από το 3000 π.χ.¹⁰. Προσαρμοσμένες ανάλογα με την εποχή οι μισθώσεις αφορούσαν κοπάδια ζώων, δούλων και κυρίως αγροτικών εκτάσεων¹¹. Ανάλογες πράξεις μίσθωσης έχουν καταγραφεί από την εποχή του Ιουστινιανού και κατά τους χρόνους της

⁸ Με το άρθρο 3 της Διεθνούς σύμβασης ορίζεται :

Η παρούσα σύμβαση ισχύει όταν ο εκμισθωτής και ο μισθωτής έχουν τους τόπους επιχειρηματικής τους δραστηριότητας σε διαφορετικά κράτη και:

α) τα κράτη μέλη και το κράτος στο οποίο ο προμηθευτής έχει την έδρα του είναι συμβαλλόμενα κράτη ή
β) η σύμβαση προμήθειας και η σύμβαση μίσθωσης διέπονται από το δίκαιο ενός συμβαλλόμενου κράτους
International Institute for the Unification of Private Law, "UNIDROIT Convention on International Financial Leasing", Ottawa, 1988,

<https://www.unidroit.org/instruments/leasing/convention-leasing> Πρόσβαση στις 8 Σεπτεμβρίου 2018.

⁹ Μετέπειτα τροποποιήσεις - προσθήκες (άρθρο 11 ν. 2367/1995 , άρθρο 27 ν. 2682/1999, άρθρο 4 §§ 5 & 18 ν. 2753/1999, άρθρο 26 § 2 ν. 3091/ 2002, άρθρα 1-5 ν. 3483/2006, άρθρο 16 § 5 ν. 4256/2014)

¹⁰ Μάζης, *Η χρηματοδοτική μίσθωση...7*

¹¹ Παύλου Χατζηπαύλου & Βαλεντίνης Γόντικα, *Θεωρία και Πρακτική της Χρηματοδοτικής Μίσθωσης (Leasing)*, (Αθήνα: Παπαζήση, 1982), 13

ενετοκρατίας τον 14ο αιώνα¹². Καθ' όλη την διάρκεια του μεσαίωνα ήταν ιδιαίτερα διαδεδομένη η πρακτική της μίσθωσης αγροτικών εκτάσεων και αλόγων¹³ ενώ την ίδια περίοδο στην Αγγλία η πρακτική των μακροχρόνιων μισθώσεων αγροτικών εκτάσεων συνέβαλε λόγω των νομικών περιορισμών που ίσχυαν για την μεταβίβαση της γης στην γεωργική ανάπτυξη της χώρας τον 17ο αιώνα¹⁴.

Μετέπειτα, στην Αγγλία, κατά την περίοδο της βιομηχανικής επανάστασης η πρακτική της μίσθωσης εξαπλώθηκε ραγδαία και σε κινητά αντικείμενα. Το έναυσμα για την επέκταση του θεσμού αποτέλεσε η κατασκευή και επέκταση των σιδηροδρομικών γραμμών. Οι ισχυρότερες σιδηροδρομικές εταιρείες σε μια προσπάθεια εξάλειψης του ανταγωνισμού προέβαιναν σε μίσθωση γραμμών και βαγονιών των μικρότερων σιδηροδρομικών εταιρειών. Χαρακτηριστικό παράδειγμα που αναφέρεται στην βιβλιογραφία είναι η μίσθωση εξοπλισμού (βαγονιών, μηχανών, γραμμών) για 999 χρόνια του σιδηροδρόμου London και Greenwich από την εταιρεία South Eastern Railway (1844)¹⁵. Παράλληλα μεγάλη έκταση είχε πάρει και η πρακτική της μίσθωσης μεταφορικών βαγονιών στα ανθρακωρυχεία από ιδιώτες επενδυτές, τα οποία εν συνεχεία πλήρωναν τις σιδηροδρομικές εταιρείες για χρήση των σιδηροδρομικών γραμμών μεταφοράς¹⁶. Επίσης κάτι ανάλογο συνέβαινε και στις Η.Π.Α. κατά την πρώτη δεκαετία του 20ου αιώνα, όπου ιδιώτες επενδυτές (car trust) αγόραζαν βαγόνια και τα μίσθωναν μακροχρόνια σε σιδηροδρομικές εταιρείες¹⁷.

Την ίδια περίοδο και σε άλλους βιομηχανικούς κλάδους (κλωστοϋφαντουργία, ενέργεια, τηλεπικοινωνίες κ.τ.λ.) της τότε εποχής συναντάται η πρακτική της μίσθωσης έναντι της αγοράς ως μέσο περιορισμού του ανταγωνισμού. Χαρακτηριστικά παραδείγματα, ο κλάδος της υποδηματοποιίας στην Αγγλία όπου το 1919 το 80% του μηχανολογικού εξοπλισμού παρέχονταν μόνο ή κυρίως με την μέθοδο της μίσθωσης¹⁸ καθώς και η αγγλική εταιρεία METAL BOX COMPANY κατά την δεκαετία του 1930, όπου διέθετε τα μηχανήματά της μόνο με εκμίσθωσή τους¹⁹. Επίσης, χαρακτηριστικό παράδειγμα

¹² Μιχαήλ Α Αλεξανδρίδης, *Χρηματοοικονομική Διαχείριση*, (Αθήνα: Σύγχρονη Εκδοτική Ε.Π.Ε., 2004), 77

¹³ Παύλου Χατζηπαύλου & Βαλεντίνης Γόντικα, *Θεωρία και Πρακτική της Χρηματοδοτικής Μίσθωσης...*, 13

¹⁴ Παύλου Χατζηπαύλου & Βαλεντίνης Γόντικα, *Θεωρία και Πρακτική της Χρηματοδοτικής Μίσθωσης...*, 14

¹⁵ Μιχαήλ Α. Αλεξανδρίδης, *Χρηματοοικονομική Διαχείριση...*, 77

¹⁶ Παύλου Χατζηπαύλου & Βαλεντίνης Γόντικα, *Θεωρία και Πρακτική της Χρηματοδοτικής Μίσθωσης (Leasing)...*, 14-15

¹⁷ Μιχαήλ Α. Αλεξανδρίδης, *Χρηματοοικονομική Διαχείριση...*, 78

¹⁸ Βασίλειος Π. Γαλάνης, *Leasing, Factoring, Forfaiting, Franchising, Venture Capital*. (Αθήνα: Σταμούλη Α.Ε., 2000), 29

¹⁹ Μιχαήλ Α. Αλεξανδρίδης, *Χρηματοοικονομική Διαχείριση...*, 78

μίσθωσης αποτελεί και το γεωτρύπανο της αμερικανική εταιρεία που το κατείχε, το οποίο παραχωρούσε προς χρήση σε εταιρείες του κλάδου που διεξήγαγαν έρευνες για πετρέλαιο και ποτέ δεν προέβη σε πώλησή του.²⁰

Σύμφωνα με βιβλιογραφικές αναφορές²¹, η σύγχρονη μορφή του leasing ως μέσο χρηματοδότησης των επιχειρήσεων εμφανίζεται την δεκαετία του 1950 στις Η.Π.Α. Αν και έχει καταγραφεί και η άποψη ότι το leasing για χρηματοδοτικούς σκοπούς πρωτοεμφανίζεται τη δεκαετία του 1930 με την μορφή sale and lease back²² αρχικά σε ακίνητα²³. Οι πρώτες εταιρείες που παρείχαν υπηρεσίες leasing ιδρύονται το 1952 στις Η.Π.Α (D. Bootne – U.S. Leasing, Henry Schoenfeld – U.S. Leasing Corporation²⁴ - εταιρεία που ιδρύθηκε για να εξυπηρετήσει τη βιομηχανία σιδηροδρομικών μεταφορών). Πολύ γρήγορα η τεχνική του leasing αποτέλεσε μέσο προώθησης των πωλήσεων για αρκετές βιομηχανικές εταιρείες κεφαλαιουχικού εξοπλισμού. Ωστόσο, ορόσημο για την εξέλιξη του θεσμού και διαμόρφωση της σημερινής του λειτουργίας αποτελεί η δεκαετία του 1960 όπου ο τραπεζικός τομέας αρχικά στις Η.Π.Α και μετέπειτα στην Μεγάλη Βρετανία αδειοδοτείται να παρέχει υπηρεσίες χρηματοδοτικής μίσθωσης, γεγονός που οδήγησε πολύ γρήγορα στην διεθνοποίηση του leasing μέσω ίδρυσης θυγατρικών με τοπική συνήθως συμμετοχή σε όλες σχεδόν τις ανεπτυγμένες βιομηχανικά χώρες, (Καναδά, Γαλλία, Δυτική Γερμανία, Ελβετία, Σουηδία, Ιταλία, Ισπανία, Φιλανδία, Ιαπωνία) και σταδιακά και σε πολλές αναπτυσσόμενες χώρες του κόσμου (Λατινική Αμερική, Ασία, Γαλλόφωνες χώρες της Αφρικής, Αυστραλία, Ανατολική Ευρώπη). Πολύ γρήγορα το leasing αποτέλεσε συνώνυμο του τραπεζικού κλάδου, ο οποίος κάλυψε το κενό χρηματοδότησης που υπήρχε μεταπολεμικά διοχετεύοντας σημαντικά κεφάλαια στην ανασυγκρότηση του βιομηχανικού κλάδου και εκσυγχρονισμό του κεφαλαιουχικού τους εξοπλισμού.

²⁰ Παύλου Χατζηπαύλου & Βαλεντίνης Γόντικα, *Θεωρία και Πρακτική της Χρηματοδοτικής Μίσθωσης (Leasing)*....., 15

²¹ Γαλάνης, *Leasing, Factoring*....,29, Χατζηπαύλου & Γόντικα, *Θεωρία*....,16, Αλεξανδρίδης, *Χρηματοοικονομική Διαχείριση*.....,78

²² Μορφή χρηματοδοτικής μίσθωσης (πώληση και επαναμίσθωση βλ. σελ. 53)

²³ Το 1936 η εταιρεία Safeway Stores Inc. της Καλιφόρνιας αφού κατασκεύασε πολυκατάστημα κατόπιν το πούλησε σε ιδιώτες οι οποίοι εν συνεχεία το εκμίσθωσαν στην ίδια εταιρεία για μεγάλο χρονικό διάστημα. (Μάζης, *Η χρηματοδοτική μίσθωση*...11)

²⁴ Αργότερα μετονομάστηκε σε U.S. Leasing International Inc.

Υποστηρίζεται η άποψη ότι η ραγδαία εξάπλωση της μίσθωσης οφειλόταν στους εξής κυρίως λόγους²⁵ :

- ✓ Η μίσθωση αποτέλεσε τρόπο άμεσης χρησιμοποίησης ενός κεφαλαιουχικού αγαθού χωρίς την ανάγκη άμεσης και ολικής εξόφλησής του.
- ✓ Η παροχή φορολογικών κινήτρων. Από την πλευρά του μισθωτή η περίοδος απόσβεσης που φορολογικά αναγνωρίζονταν ήταν πάντα μεγαλύτερη από τον χρόνο εκμίσθωσης του πάγιου στοιχείου. Κατά συνέπεια τα μισθώματα που καταβάλλονταν εξέπιπταν από τον φόρο εισοδήματος ταχύτερα, δηλαδή σε λιγότερες φορολογικές περιόδους.
- ✓ Μέχρι πρόσφατα η μη εμφάνιση των μισθωμένων πάγιων στοιχείων στον ισολογισμό καθώς και η υποχρέωση που αυτή συνεπάγεται είχε ως αποτέλεσμα να εμφανίζει ο μισθωτής βελτιωμένη δανειοληπτική ικανότητα.

Η ταχύτατη αποδοχή και διάδοση του νέου αυτού χρηματοδοτικού μηχανισμού οδήγησε στην σύσταση το 1971 της αγγλικής Ένωσης Εταιρειών Χρηματοδοτικής Μίσθωσης (Equipment Leasing Association²⁶) και το 1972 ιδρύεται η Ευρωπαϊκή Ομοσπονδία Εταιρειών Χρηματοδοτικής Μίσθωσης (European Federation of Leasing Company Associations - Leaseurope), στην οποία μετέχουν οι αντίστοιχες Ενώσεις των χωρών της Ευρωπαϊκής Ένωσης²⁷.

2.3 Οι πρόσφατες εξελίξεις και τάσεις του leasing

Αναφορικά με τις πρόσφατες εξελίξεις στον κλάδο των υπηρεσιών leasing έχει επικρατήσει μια γενικότερη τάση σε σύγκριση με το παρελθόν και ειδικότερα από την δεκαετία του 80 και έπειτα να πραγματοποιούνται συμβάσεις χρηματοδοτικής και λειτουργικής μίσθωσης περιουσιακών στοιχείων πολύ μεγάλης χρηματικής αξίας (big ticket leasing²⁸) ανά μονάδα. Συνήθως σε αυτές τις περιπτώσεις οι συμβάσεις μίσθωσης

²⁵ Γαλάνης, *Leasing, Factoring...*, 30

²⁶ Το 1992 μετονομάστηκε σε Σύνδεσμο Οικονομικών και χρηματοδοτικών Μισθώσεων (The finance and leasing Association - FLA). Finance and Leasing Association, "Σχετικά με την Ένωση Οικονομικών και Χρηματοδοτικών Μισθώσεων", <https://www.fla.org.uk/index.php/about-the-fla/> Πρόσβαση στις 15 Σεπτεμβρίου 2018.

²⁷ Στην ομοσπονδία συμμετέχουν 45 ενώσεις μελών σε 32 χώρες.

Leaseurope, European Federation of Leasing Company Association, "Σχετικά με την Ευρωπαϊκή Ομοσπονδία Εταιρειών Χρηματοδοτικής Μίσθωσης", <http://www.leaseurope.org/index.php?page=about-us> Πρόσβαση στις 16 Σεπτεμβρίου 2018.

²⁸ Έχουν αναφερθεί εκμισθώσεις διυλιστηρίων, αεροσκαφών, εργοστασίων κ.λπ.

πραγματοποιούνται μέσω κοινοπρακτικών σχημάτων (Syndicated Leasing – Leveraged Leasing).

Όσον αφορά τη διάρκεια των συμβολαίων συνάπτονται ολοένα και μεγαλύτερης διάρκειας μισθώσεις. Συγκριτικά με το παρελθόν όπου οι μισθώσεις δεν ξεπερνούσαν τα 5 έτη (δεκαετία 70), παρατηρούμε σήμερα ότι ως επί το πλείστον ο μεγαλύτερος όγκος των νέων συμβάσεων μίσθωσης που συνάπτονται επεκτείνονται για μεγάλα χρονικά διάστημα (πάνω από 10 έτη).

Από την άλλη πλευρά στον τομέα των εταιρειών του leasing παρατηρείται μια τάση εξειδίκευσης των υπηρεσιών ανά κλάδο επιχειρηματικής δραστηριότητας καλύπτοντας κατά αυτόν τον τρόπο τις ανάγκες που απαιτεί η αγορά με επωφελείς όρους.

Τέλος, μια διαφαινόμενη τάση είναι η εκτεταμένη χρήση της λειτουργικής μίσθωσης κεφαλαιουχικού και επαγγελματικού εξοπλισμού που η τεχνολογική απαξίωση επηρεάζει σε σημαντικό βαθμό ή το κόστος συντήρησης και επισκευής αποβαίνει δυσανάλογα υψηλό για την απόκτησή τους. Τέτοιες περιπτώσεις συναντάται κυρίως σε κλάδους πληροφορικής, μεταφορικών μέσων (αεροπλάνων, πλοίων), τηλεπικοινωνιών, διυλιστηρίων κ.λπ.

2.3. Η αγορά του Leasing στην Ελλάδα και στην Ευρώπη με στατιστικά στοιχεία

Στην Ελλάδα σήμερα στον κλάδο υπηρεσιών leasing δραστηριοποιούνται 9 ανώνυμες εταιρείες τραπεζικών ομίλων²⁹: Alpha Leasing A.E., Attica Bank Leasing, Εθνική Leasing A.E., Euro Bank Leasing A.E., Πειραιώς Leasing A.E., Πειραιώς Leases A.E., CPB Leasing A.E., Hellas Capital Leasing A.E., Pro Bank Leasing A.E.

Σύμφωνα με τα ενοποιημένα στοιχεία της Ένωσης Ελληνικών Εταιρειών Χρηματοδοτικής Μίσθωσης (Association of Greek Leasing Companies – AGLC), της οποίας μέλη αποτελούν οι παραπάνω ανώνυμες εταιρείες, η ελληνική αγορά leasing φαίνεται να υπέστη σημαντική καθίζηση συγκριτικά και με τις υπόλοιπες Ευρωπαϊκές χώρες³⁰. Ειδικότερα, με την οικονομική κρίση που έπληξε την χώρα την τελευταία

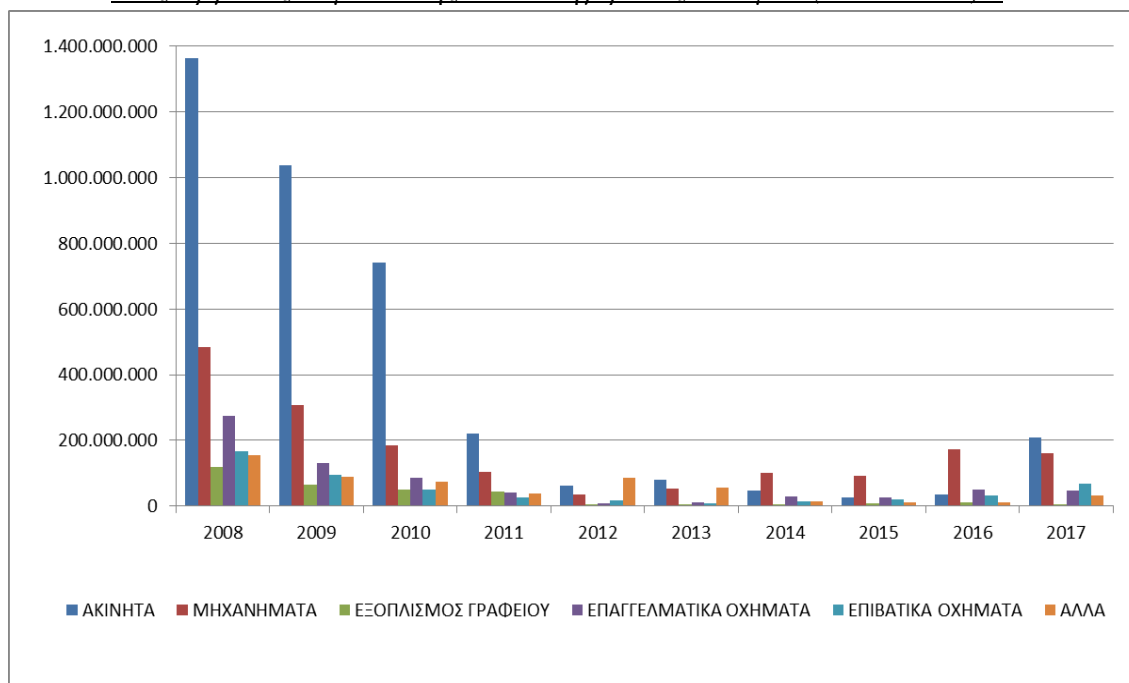
²⁹ Ένωση Ελληνικών Εταιρειών Χρηματοδοτικής Μίσθωσης, http://www.aglc.gr/index.php?option=com_content&view=category&layout=blog&id=10&Itemid=24&lang=el Πρόσβαση στις 16 Σεπτεμβρίου 2018.

³⁰ Από τις αντίστοιχες ενώσεις των 33 χωρών της ευρωπαϊκής ένωσης που συμμετέχουν ως μέλη στη Ευρωπαϊκή Ομοσπονδία Εταιρειών Χρηματοδοτικής Μίσθωσης (Leaseurope), η Ελλάδα για το 2017 κατατάσσεται τελευταία σε παραγωγή νέων συμβάσεων μίσθωσης. Παρόλα αυτά παρουσιάζει τον υψηλότερο ρυθμό ανάπτυξης σε σχέση με το 2016.

δεκαετία τα δημοσιευμένα στοιχεία για την 10ετία (2008 – 2017) δείχνουν μια δραστική μείωση στον όγκο των νέων συμβάσεων μίσθωσης για όλες τις υποκατηγορίες επαγγελματικού εξοπλισμού και ακινήτων (βλ. Διάγραμμα 2.1). Συγκεκριμένα, για την εξαετία 2008 – 2013 την «μερίδα του λέοντος» στο σύνολο των νέων μισθώσεων κατείχε ο τομέας των ακινήτων αλλά με πτωτική τάση ενώ για την επόμενη τριετία (2014 – 2016) η εκμίσθωση μηχανολογικού εξοπλισμού υπερίσχυσε έναντι των υπόλοιπων κατηγοριών. Το 2017 οι μισθώσεις ακινήτων δείχνουν να ανακάμπτουν σημαντικά σε σύγκριση με τα προηγούμενα χρόνια φτάνοντας τα επίπεδα του 2011 (αύξηση της τάξεως του 489% σε σχέση με το 2016).

Διάγραμμα 2.1

Νέες Εργασίες Εκμίσθωσης ανά κατηγορία εξοπλισμού (2008 -2017)³¹



Στο διάγραμμα 2.2 οι αρνητικοί ρυθμοί ανάπτυξης ανά έτος του συνολικού όγκου νέων εκμισθώσεων δείχνουν την βαθμιαία συρρίκνωση που υπέστη η αγορά του leasing στην Ελλάδα την προηγούμενη δεκαετία. Τα τελευταία δύο χρόνια ωστόσο παρατηρείται μια σχετική ανάκαμψη. Για το 2016 οι συνολικές νέες εργασίες μίσθωσης ανήλθαν στο ποσό

Leaseurope, European Federation of Leasing Company Association. "European Leasing Market - Annual Survey 2017",

<http://www.leaseurope.org/uploads/documents/stats/European%20Leasing%20Market%202017.pdf>

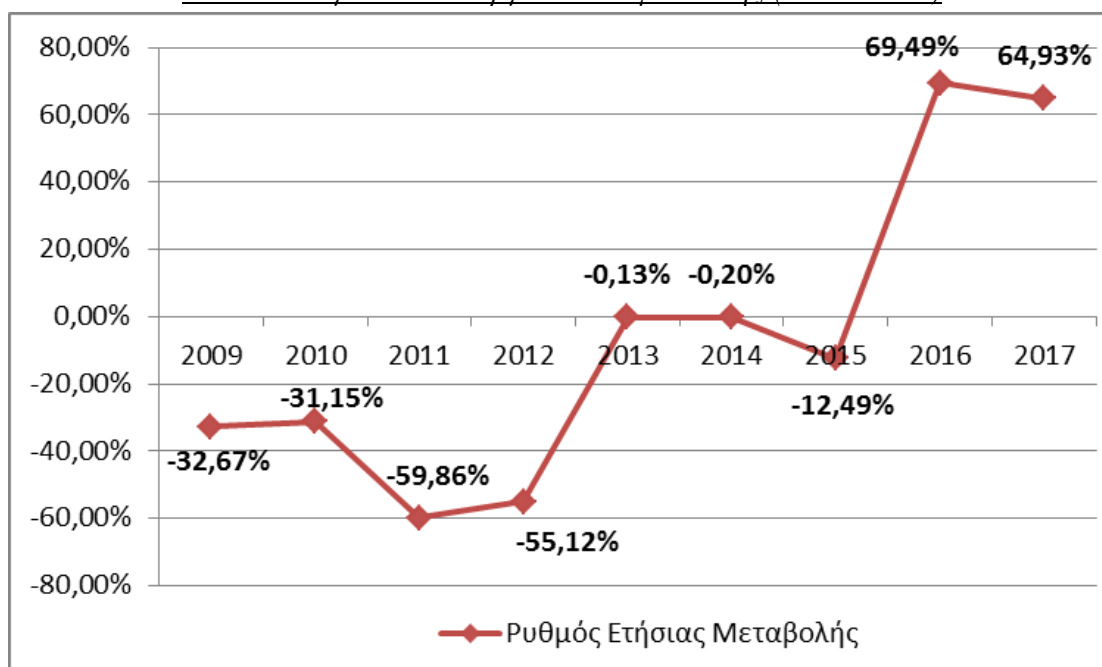
Πρόσβαση στις 16 Σεπτεμβρίου 2018.

³¹ Ένωση Ελληνικών Εταιρειών Χρηματοδοτικής Μίσθωσης, "Στατιστικά Στοιχεία Ελλάδος",

http://www.aglc.gr/index.php?option=com_content&view=category&layout=blog&id=13&Itemid=28&lang=el Πρόσβαση στις 16 Σεπτεμβρίου 2018.

των 316,6 εκ. ευρώ έναντι του ποσού των 186,8 εκ. το 2015. Το 2017 συνεχίζεται η ανοδική πορεία σημειώνοντας 522,2εκ. ευρώ νέων μισθώσεων, αύξηση 64,93% σε σχέση με το 2016. Εξετάζοντας όμως το σύνολο της δεκαετίας, η ποσοστιαία μεταβολή φτάνει το -79,64% συγκριτικά με τα επίπεδα του 2008 (συνολικές νέες μισθώσεις 2,5δισ ευρώ), ενώ η δεκαετία κλείνει με αρνητικούς ρυθμούς ανάπτυξης που αγγίζουν κατά μέσο όρο το -16,21% ετησίως.

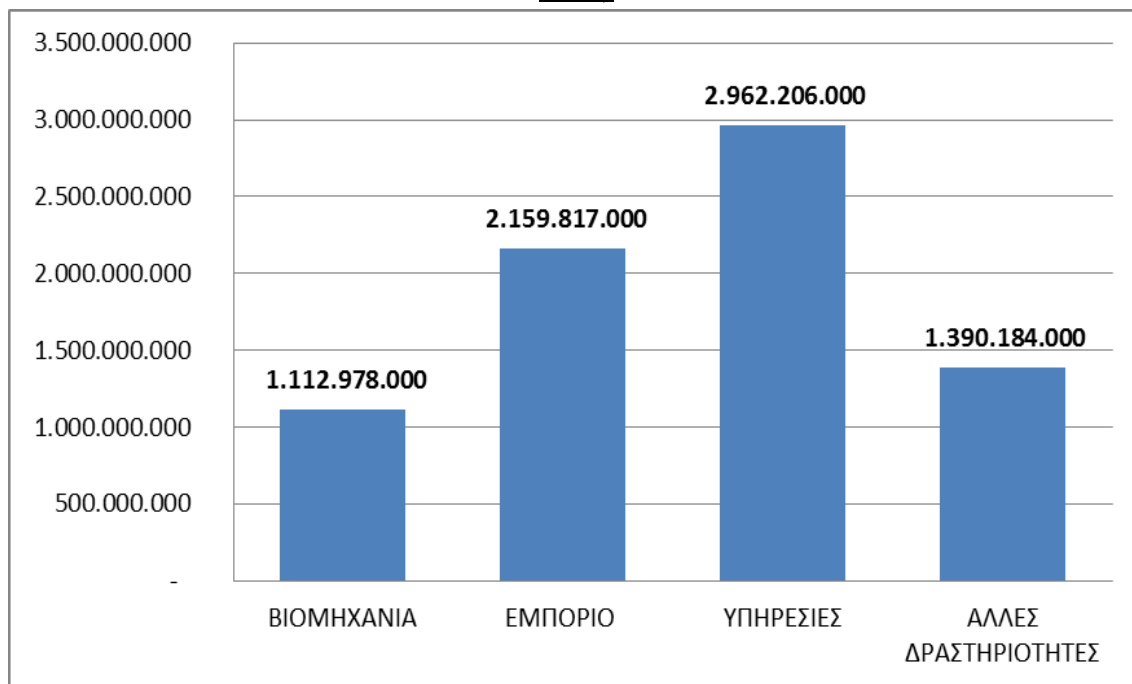
Διάγραμμα 2.2
Συνολικοί όγκοι Νέων Εργασιών Εκμίσθωσης (2008 -2017)



Αναφορικά, με την εφαρμογή του leasing στους τομείς επιχειρηματικής δραστηριότητας ο μεγαλύτερος όγκος νέων συμβάσεων μίσθωσης για την εξεταζόμενη δεκαετία διοχετεύτηκε στον τομέα των υπηρεσιών με συνολικές μισθώσεις 2,9δισ ευρώ. Έπεται ο τομέας του εμπορίου με 2,1δισ ευρώ και ακολουθούν οι λοιπές δραστηριότητες και η βιομηχανία με 1,3δισ ευρώ και 1,1δισ ευρώ αντίστοιχα (βλ. Διάγραμμα 2.3).

Διάγραμμα 2.3

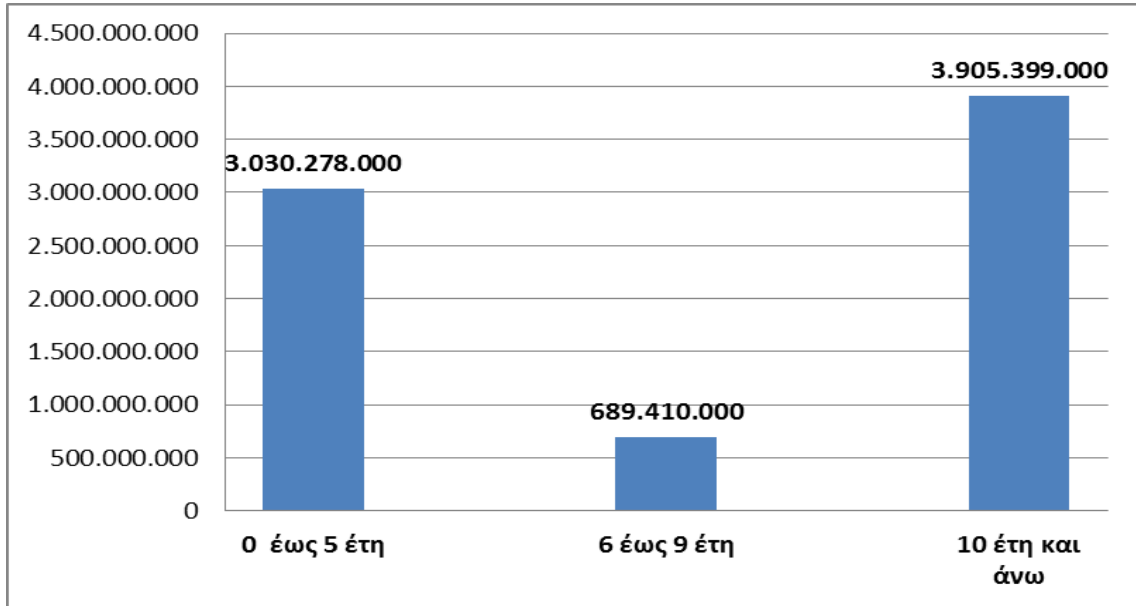
Συνολικοί όγκοι Νέων Εργασιών Εκμίσθωσης ανά επιχειρηματική δραστηριότητα (2008 - 2017)



Ενδιαφέρον παρουσιάζει να εξεταστεί και η κατανομή του όγκου παραγωγής νέων συμβολαίων ως προς την διάρκεια ισχύος αυτών. Σχετικά λοιπόν με την χρονική διάρκεια των νέων συμβολαίων εκμίσθωσης παρατηρούμε ότι σωρευτικά ο μεγαλύτερος όγκος νέων συμβολαίων για την εξεταζόμενη δεκαετία κινήθηκε σε διάρκεια πάνω από δέκα έτη φτάνοντας τα 3,9δισ ευρώ. Ακολουθούν συμβόλαια μισθώσεων με διάρκεια 0 έως 5 έτη με 3,03δισ ευρώ ενώ ο μικρότερος όγκος νέων εκμισθώσεων 689,4εκ. ευρώ κυμαίνεται σε διάρκεια από 6 έως 9 έτη (βλ. Διάγραμμα 2.4).

Διάγραμμα 2.4

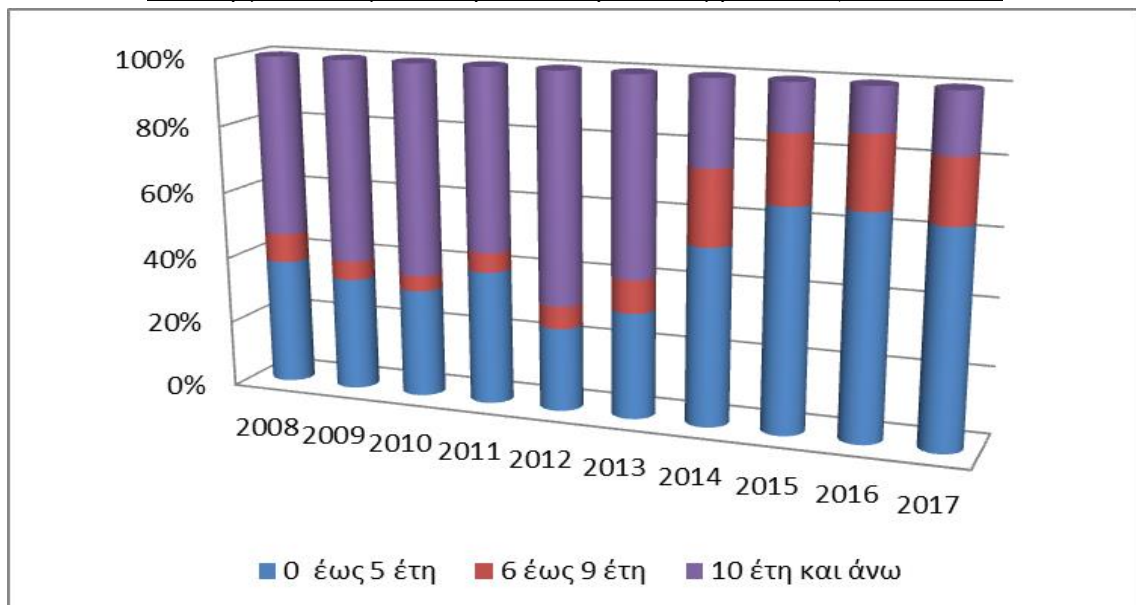
Συνολικοί όγκοι Νέων Εργασιών Εκμίσθωσης ανά διάρκεια συμβολαίου (2008 -2017)



Από την άλλη, στο διάγραμμα 2.5 παρατηρούμε μια μεταστροφή του ενδιαφέροντος των ελληνικών επιχειρήσεων τα τελευταία χρόνια σε συμβόλαια μικρότερης διάρκειας (0 έως 5 έτη). Αυτό μπορεί να οφείλεται σε διάφορους παράγοντες και θα μπορούσε να ερμηνευθεί συνδυαστικά με τα επίπεδα επιτοκίων, τον βαθμό διεύθυνσης των μισθώσεων ανά κλάδο, το είδος του εξοπλισμού που εκμισθώνεται, το γενικότερο επενδυτικό κλίμα κ.λπ.

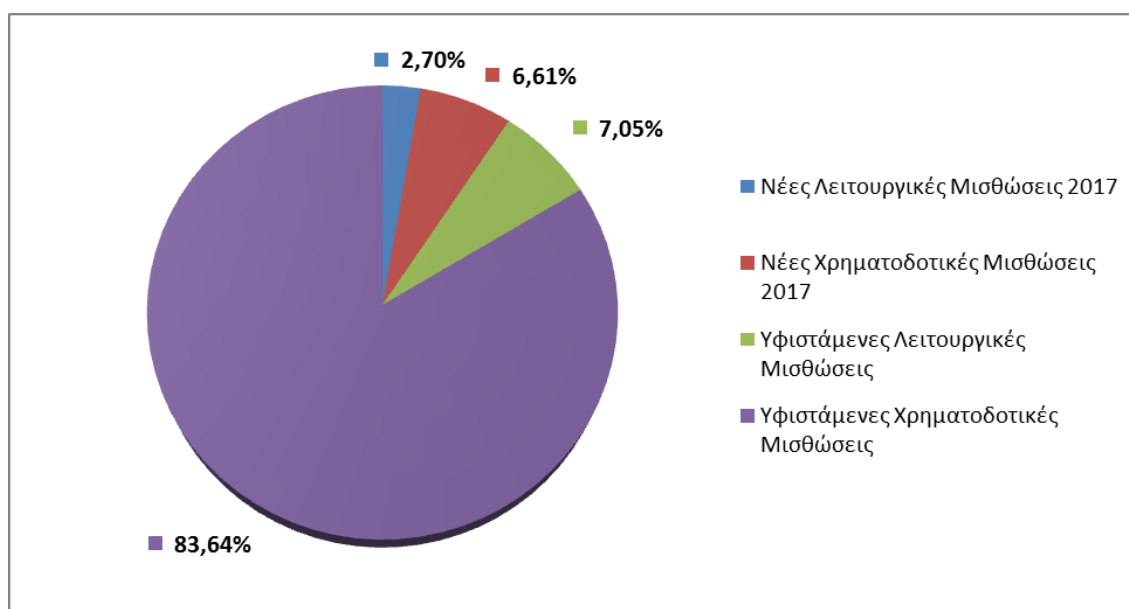
Διάγραμμα 2.5

Νέες Εργασίες Εκμίσθωσης ανά διάρκεια συμβολαίου (2008 -2017)



Για το έτος 2017 αξίζει να αναφερθεί ότι τα στοιχεία της Ένωσης Ελληνικών Εταιρειών Χρηματοδοτικής Μίσθωσης διαχωρίζουν τις μισθώσεις σε λειτουργικές και χρηματοδοτικές ενόψει και των επικείμενων αλλαγών³². Σύμφωνα με τα στοιχεία αυτά³³ ο συνολικός όγκος των νέων λειτουργικών μισθώσεων για το 2017 φτάνει το ύψος των 151,3εκ. ευρώ, ενώ οι υφιστάμενες λειτουργικές μισθώσεις τα 395,7εκ. ευρώ έναντι των νέων χρηματοδοτικών μισθώσεων για το 2017 που φτάνουν τα 370,8εκ. ευρώ και υφιστάμενες τα 4,6δισ ευρώ. Συνολικά, για το 2017 οι λειτουργικές μισθώσεις αγγίζουν ποσά της τάξεως των 547³⁴εκ. ευρώ καταλαμβάνοντας το 9,75% της εγχώριας αγοράς και οι χρηματοδοτικές νέων και υφισταμένων τα 5,06δισ ευρώ με ποσοστό 90,25%.

Διάγραμμα 2.6
Νέες και Υφιστάμενες Εργασίες Εκμίσθωσης 2017



³² Το πρότυπο IAS 17 «Μισθώσεις» πρόκειται να αντικατασταθεί από το νέο πρότυπο IFRS 16 «Μισθώσεις» που έχει υποχρεωτική ημερομηνία έναρξης ισχύος την 1^η Ιανουαρίου 2019 από όλες τις επιχειρήσεις του Χ.Α.Α. (βλ. σελ. 90)

³³ Ένωση Ελληνικών Εταιρειών Χρηματοδοτικής Μίσθωσης. "Στατιστικά Στοιχεία 2017 - Χρηματοδοτικές Μισθώσεις", <http://www.aglc.gr/images/stories/publish/statistics/STATISTICS%202017%20xrimatodotikes%20misthwseis.pdf> Πρόσβαση στις 17 Σεπτεμβρίου 2018.

Ένωση Ελληνικών Εταιρειών Χρηματοδοτικής Μίσθωσης. "Στατιστικά Στοιχεία 2017 - Λειτουργικές Μισθώσεις", <http://www.aglc.gr/images/stories/publish/statistics/STATISTICS%202017%20leitourgikes%20emporikes%20misthwseis.pdf> Πρόσβαση στις 17 Σεπτεμβρίου 2018.

³⁴ Στοιχεία της Εθνικής Leasing και ProBank Leasing δεν διατίθενται.

Σε ευρωπαϊκό επίπεδο, σύμφωνα με τα στοιχεία του οργανισμού Leaseurope³⁵, τα οποία δημοσιεύει στην ετήσια έρευνα για το 2017³⁶, η αγορά του Leasing στην Ευρωπαϊκή Ένωση καταλαμβάνει ένα σημαντικότατο κομμάτι της εταιρικής στρατηγικής ανάπτυξης που ακολουθούν οι επιχειρήσεις πανευρωπαϊκά, αλλά και παγκοσμίως. Το έτος 2017 η αξία των συνολικών νέων συμβολαίων leasing ανήλθε σε 384,1δισ ευρώ παρουσιάζοντας αύξηση της τάξεως του 16,3% σε σχέση με το 2016 (330,3δισ €). Το χαρτοφυλάκιο των μισθωμένων περιουσιακών στοιχείων (Outstanding) αυξήθηκε επίσης κατά 2,96% προσεγγίζοντας τα 802,1δισ ευρώ. Σε επίπεδο μεμονωμένων χωρών, το Ηνωμένο βασίλειο κατέχει τα ηνία με συμβόλαια αξίας 101,3δισ ευρώ και μερίδιο αγοράς 26,38%³⁷, ακολουθεί η Γερμανία με 58,8,4δισ ευρώ και μερίδιο αγοράς 15,3% και έπεται η Γαλλία με 51,7δισ ευρώ και μερίδιο αγοράς 13,46%³⁸. Επίσης, παρατηρείται μεγάλη διακύμανση ως προς τις επιδόσεις μεγέθυνσης ευρωπαϊκών αγορών μεμονωμένα όπως για παράδειγμα της Ελλάδας, της Ρωσίας, της Λιθουανίας, της Ισπανίας, της Ουγγαρίας, της Πολωνίας, της Πορτογαλίας, της Φιλανδίας, της Λετονίας και την Ιταλίας που παρουσιάζουν διψήφια ποσοστά ανάπτυξης και από την άλλη της Τουρκίας, του Βελγίου, του Ηνωμένου Βασιλείου και της Ελβετίας που παρουσιάζουν ποσοστά συρρίκνωσης. Από τα στοιχεία του 2017 προκύπτει επίσης, ότι από τα 384,1δισ ευρώ, τα 369,4δισ ευρώ αφορούσαν σε εξοπλισμό (συμπεριλαμβανόμενων των οχημάτων) παρουσιάζοντας αύξηση 17,36% σε σχέση με το 2016 και τα 14,7δισ ευρώ σε ακίνητα., τα οποία μειώθηκαν κατά 6,39% έναντι του προηγούμενου έτους.

³⁵ Η Leaseurope αντιπροσωπεύει τόσο τη χρηματοδοτική μίσθωση όσο και την αυτοκινητοβιομηχανία στην Ευρώπη και αποτελείται από 45 ενώσεις μελών σε 32 χώρες (εκπροσωπεί το 92,7% της ευρωπαϊκής αγοράς Leasing).

³⁶ Leaseurope, European Federation of Leasing Company Association. "European Leasing Market - Annual Survey 2017",

<http://www.leaseurope.org/uploads/documents/stats/European%20Leasing%20Market%202017.pdf>

Πρόσβαση στις 16 Σεπτεμβρίου 2018.

³⁷ Υπολογίζονται και οι δύο ενώσεις του Ηνωμένου Βασιλείου: British Vehicle Rental and Leasing Association - BVRLA και Finance and Leasing Association – F.L.A.

³⁸ Υπολογίζονται και οι δύο ενώσεις της Γαλλίας : Association française des Sociétés Financières - ASF και Fédération Nationale des Loueurs de Véhicules – F.N.L.V.

3. ΕΙΔΗ LEASING - ΧΡΗΜΑΤΟΔΟΤΙΚΩΝ ΚΑΙ ΜΗ ΧΡΗΜΑΤΟΔΟΤΙΚΩΝ ΜΙΣΘΩΣΕΩΝ

Η εφαρμογή του Leasing με την πάροδο του χρόνου μετεξελίχθηκε σε διάφορες μορφές καλύπτοντας διαφορετικές ανάγκες. Η λογιστική προσέγγιση κατηγοριοποιεί τις μισθώσεις σε Χρηματοδοτικές και Λειτουργικές. Παρακάτω θα γίνει μια σύντομη περιγραφή των διαφόρων υποκατηγοριών της μίσθωσης δίνοντας έμφαση κυρίως στις δύο βασικές μορφές μίσθωσης χρηματοδοτικές και λειτουργικές αναλύοντας τα ιδιαίτερα χαρακτηριστικά τους, τα πλεονεκτήματα και τυχόν μειονεκτήματα που παρουσιάζουν και τον λογιστικό χειρισμό τους όπως ισχύει σήμερα.

3.1 Λειτουργική μίσθωση (Operating Leasing)

Η λειτουργική μίσθωση (operating leasing ή renting) αποτελεί μια απλή μορφή επιχειρησιακής μίσθωσης και συνίσταται στην εκμίσθωση από την εταιρία leasing κεφαλαιουχικού εξοπλισμού στον μισθωτή έναντι ενοικίου. Η λειτουργική μίσθωση εξυπηρετεί κυρίως παροδικές ανάγκες του μισθωτή, ο οποίος δεν προκαθορίζει τις προδιαγραφές του μισθωμένου πράγματος ούτε αποσκοπεί στην απόκτησή του μετά το πέρας της διάρκειας εκμίσθωσης. Η κυριότητα του μισθίου ανήκει αποκλειστικά στον εκμισθωτή ο οποίος διατηρεί όλα τα οφέλη από την επαναλαμβανόμενη μίσθωση αναλαμβάνοντας όμως και όλους τους κινδύνους, τα βάρη και τις δαπάνες επισκευής, συντήρησης, ασφάλισης και ενδεχομένως τεχνολογικής απαξίωσης που αυτή συνεπάγεται. Περιπτώσεις λειτουργικής μίσθωσης συναντάμε συχνά σε αεροσκάφη, πλοία, τεχνολογικό εξοπλισμό, οχήματα επαγγελματικής χρήσης, ιατρικό εξοπλισμό κτλ.

3.1.1 Χαρακτηριστικά της Λειτουργικής Μίσθωσης

Τα κυριότερα χαρακτηριστικά της λειτουργικής μίσθωσης μπορούν να συνοψιστούν στα παρακάτω :

- Η διάρκεια της μίσθωσης είναι συνήθως βραχυχρόνια και δεν ταυτίζεται με την αναμενόμενη οικονομική ζωή³⁹ του μισθωμένου εξοπλισμού. Με το τέλος της

³⁹ Σύμφωνα με το Δ.Λ.Π. 17 : Οικονομική ζωή ορίζεται ως : «α) η περίοδος κατά την διάρκεια της οποίας ένα περιουσιακό στοιχείο αναμένεται να είναι οικονομικά χρησιμοποιήσιμο από έναν ή περισσότερους χρήστες ή β) ο αριθμός των μονάδων παραγωγής ή ομοίων μονάδων, τις οποίες ένας ή περισσότεροι χρήστες αναμένουν να λάβουν από το περιουσιακό στοιχείο »

μισθωτικής περιόδου, η εταιρεία Leasing δύναται να εκμισθώσει το ίδιο μίσθιο σε νέο πελάτη ή να το εκποιήσει στην δευτερογενή αγορά.

- Παρέχεται η δυνατότητα στον μισθωτή να διακόψει το συμβόλαιο μίσθωσης πριν την λήξη της συμφωνηθείσας περιόδου, καταβάλλοντας ενδεχομένως και κάποια αποζημίωση.
- Η εταιρεία leasing αναλαμβάνει όλα τα βάρη, τις δαπάνες, τους κινδύνους και διατηρεί όλα τα οφέλη από την κατοχή του κεφαλαιουχικού εξοπλισμού. Συνήθως, τα έξοδα συντήρησης, επισκευής, ασφάλισης κ.λπ. συνυπολογίζονται και προστίθενται στο ύψος του ενοικίου.
- Τα συνολικά μισθώματα που καταβάλλει ο μισθωτής στην εταιρεία leasing καθ' όλη την διάρκεια της μίσθωσης δεν υπερβαίνουν την αξία αγοράς του μίσθιου.
- Η εταιρεία leasing προσβλέπει σε επαναλαμβανόμενες προσόδους από την εκμίσθωσή του κεφαλαιουχικού εξοπλισμού και όχι στην έντοκη επιστροφή του κεφαλαίου που επένδυσε για την απόκτηση του.

3.1.2 Πλεονεκτήματα της Λειτουργικής Μίσθωσης

Τα πλεονεκτήματα που απορρέουν από τον χαρακτηρισμό μιας μίσθωσης ως λειτουργικής έχει να κάνει αφενός με την λογιστική και φορολογική αντιμετώπιση τους, αφετέρου με τις υποχρεώσεις που αναλαμβάνει ο εκμισθωτής έναντι του μισθωτή. Σε αυτά μπορούμε να αναφέρουμε :

- Ευνοϊκή φορολογική μεταχείριση για τα καταβαλλόμενα μισθώματα. Τα καταβαλλόμενα μισθώματα εκπίπτουν εξ ολοκλήρου από την φορολογητέα ύλη του μισθωτή ως λειτουργικές δαπάνες (και όχι μόνο οι τόκοι και οι αποσβέσεις, όπως στην περίπτωση της χρηματοδοτικής μίσθωσης ή του δανεισμού).
- Ενισχύει την χρηματοοικονομική εικόνα της μισθώτριας εταιρείας. Σε περιπτώσεις όπου οι λειτουργικές μισθώσεις αντανακλούν υψηλό κόστος κεφαλαιουχικού εξοπλισμού, η μη ενσωμάτωση αυτών των ποσών στα δανειακά κεφάλαια επηρεάζει θετικά την δανειοληπτική εικόνα της εταιρείας.

- Όλες οι δαπάνες συντήρησης, επισκευής, ασφάλισης κ.λπ. επιβαρύνουν τον εκμισθωτή με συνέπεια ο μισθωτής να αποδεσμεύεται από τέτοιου είδους υποχρεώσεις.
- Η επιχείρηση προστατεύεται από τις επιπτώσεις της τεχνολογικής απαξίωσης του εκμισθωμένου περιουσιακού στοιχείου ιδιαίτερα σε περιπτώσεις κλάδων όπου η τεχνολογική υπεροχή αποτελεί μείζον ανταγωνιστικό πλεονέκτημα.

3.1.3 Μειονεκτήματα της Λειτουργικής Μίσθωσης

Σχετικά με τα μειονεκτήματα της λειτουργικής μίσθωσης μπορούμε να αναφέρουμε τα εξής :

- Η λειτουργική μίσθωση μπορεί να καταστεί ασύμφορη για μακρά περίοδο. Το ύψος των μισθωμάτων που καταβάλει ο μισθωτής διαμορφώνεται συνήθως με βάση τα κόστη συντήρησης, επισκευής και ασφάλισης, καθώς και τον κίνδυνο της τεχνολογικής απαξίωσης του εξοπλισμού που βαρύνουν τον εκμισθωτή, με αποτέλεσμα το τελικό κόστος να διαμορφώνεται σε υψηλότερα επίπεδα σε σύγκριση με μια οριστική αγορά ή μια μίσθωση κεφαλαίου για τον ίδιο εξοπλισμό.

3.1.4 Λογιστικός Χειρισμός της Λειτουργικής Μίσθωσης

Στην παρούσα ενότητα θα γίνει αναφορά σχετικά με τον τρόπο λογιστικής αντιμετώπισης μιας λειτουργικής μίσθωσης με βάση το ισχύον καθεστώς του Δ.Λ.Π 17 «Μισθώσεις».

Το πρότυπο IAS 17⁴⁰ (Δ.Λ.Π. 17) κατατάσσει τις μισθώσεις σε δύο κατηγορίες : λειτουργικές και χρηματοδοτικές. Το πρότυπο στην παράγραφο 4 ορίζει αρνητικά τη λειτουργική μίσθωση (operating leasing) ως κάθε μίσθωση που δεν είναι χρηματοδοτική. Στην παράγραφο 33 και 34 του εν λόγω προτύπου ορίζεται ο λογιστικός χειρισμός από την πλευρά του μισθωτή. Συγκεκριμένα το πρότυπο αναφέρει :

- Οι καταβολές μισθωμάτων βάσει μιας λειτουργικής μίσθωσης θα αναγνωρίζονται ως έξοδο σε βάρος των αποτελεσμάτων, με τη ευθεία μέθοδο σε όλη την διάρκεια της μίσθωσης, εκτός αν μία άλλη συστηματική μέθοδος είναι πιο αντιπροσωπευτική του είδους της χρονικής κατανομής του οφέλους για τον χρήστη.

⁴⁰ European Commission, "International Accounting Standard 17: Leases".

- Για τις λειτουργικές μισθώσεις, οι πληρωμές μισθωμάτων (εξαιρουμένων των εξόδων για υπηρεσίες όπως η ασφάλιση και η συντήρηση) αναγνωρίζονται ως έξοδο με βάση τη σταθερή μέθοδο, εκτός εάν μια άλλη συστηματική βάση είναι αντιπροσωπευτική του είδους της χρονικής κατανομής της ωφέλειας του χρήστη, ακόμα και αν οι πληρωμές δεν γίνονται σε αυτή τη βάση.

Σχετικά με τις μισθώσεις στις οικονομικές καταστάσεις του εκμισθωτή το πρότυπο αναφέρει :

- Οι εκμισθωτές παρουσιάζουν τα περιουσιακά στοιχεία που υπόκεινται σε λειτουργικές μισθώσεις στις καταστάσεις οικονομικής τους θέσης ανάλογα με τη φύση του περιουσιακού στοιχείου.
- Τα έσοδα από μισθώματα από λειτουργικές μισθώσεις αναγνωρίζονται στα αποτελέσματα με τη ευθεία μέθοδο σε όλη τη διάρκεια της μίσθωσης εκτός εάν μια άλλη συστηματική μέθοδος είναι πιο αντιπροσωπευτική του ρυθμού μείωσης του οφέλους που αποφέρει η χρήση του περιουσιακού στοιχείου.
- Δαπάνες, συμπεριλαμβανομένης της απόσβεσης, που πραγματοποιούνται για την απόκτηση του εσόδου μισθωμάτων αναγνωρίζονται στις δαπάνες. Το έσοδο της μίσθωσης (εξαιρουμένων των εισπράξεων για παρεχόμενες υπηρεσίες όπως η ασφάλιση και η συντήρηση) αναγνωρίζεται με την ευθεία μέθοδο σε ολόκληρη τη διάρκεια της μίσθωσης, ακόμη και αν οι εισπράξεις δεν βασίζονται σε τέτοια μέθοδο, εκτός εάν υπάρχει άλλη συστηματική μέθοδος πιο αντιπροσωπευτική του ρυθμού μείωσης του οφέλους που αποφέρει η χρήση του μισθωμένου περιουσιακού στοιχείου.
- Τα αρχικά άμεσα κόστη που επιβαρύνουν τους εκμισθωτές κατά τη διαπραγμάτευση μιας λειτουργικής μίσθωσης προστίθενται στη λογιστική αξία του μισθωμένου περιουσιακού στοιχείου και αναγνωρίζονται κατά τη διάρκεια της μίσθωσης στην ίδια βάση ως έσοδα από μίσθωση.
- Η μέθοδος απόσβεσης των μισθωμένων αποσβέσιμων περιουσιακών στοιχείων θα ακολουθεί τη συνήθη πολιτική απόσβεσης του εκμισθωτή για παρόμοια περιουσιακά στοιχεία και η απόσβεση θα υπολογίζεται σύμφωνα με το Δ.Λ.Π. 16 «Ενσώματες Ακινήτοποιήσεις» και το Δ.Λ.Π. 38 «Άυλα Περιουσιακά Στοιχεία».
- Για να προσδιορίσει μια οντότητα πότε ένα άυλο περιουσιακό στοιχείο απομειώνεται, εφαρμόζει το Δ.Λ.Π. 36 «Απομείωση Αξίας Ενεργητικού».

- Ένας κατασκευαστής ή έμπορος εκμισθωτής δεν αναγνωρίζει κανένα κέρδος πώλησης όταν προβαίνει σε λειτουργική μίσθωση, γιατί αυτή δεν ισοδυναμεί με πώλησης.

Η Διερμηνεία 15⁴¹ «Λειτουργικές Μισθώσεις – Κίνητρα» έρχεται να συμπληρώσει το πρότυπο 17 εξειδικεύοντας τον τρόπο αντιμετώπισης και λογιστικής παρακολούθησης περιπτώσεων κινήτρων που παρέχονται στον μισθωτή από τον εκμισθωτή.

Συγκεκριμένα, η διερμηνεία αναφέρει :

- Κατά τη διαπραγμάτευση νέας ή ανανεωμένης λειτουργικής μίσθωσης, ο εκμισθωτής μπορεί να παρέχει κίνητρα για τη σύναψη της σύμβασης στον μισθωτή. Παραδείγματα τέτοιων κινήτρων είναι μια προκαταβολή σε μετρητά στον μισθωτή ή επιστροφή ή ανάληψη από τον εκμισθωτή των εξόδων του μισθωτή (π.χ. όπως οι δαπάνες μετεγκατάστασης, οι βελτιώσεις μίσθωσης ακινήτων και οι δαπάνες που σχετίζονται με μια προϋπάρχουσα δέσμευση μίσθωσης του μισθωτή). Εναλλακτικά, οι αρχικές περίοδοι της μίσθωσης μπορούν να συμφωνηθούν να είναι δωρεάν ή με μειωμένο ενοίκιο.
- Όλα τα κίνητρα για τη σύναψη νέας ή ανανεωμένης λειτουργικής μίσθωσης αναγνωρίζονται ως αναπόσπαστο μέρος του συμφωνηθέντος καθαρού ποσού για τη χρήση του μισθωμένου περιουσιακού στοιχείου, ανεξαρτήτως του χαρακτήρα του κινήτρου ή της μορφής ή του χρονοδιαγράμματος των πληρωμών.
- Ο εκμισθωτής αναγνωρίζει το συνολικό κόστος των κινήτρων ως μείωση των εσόδων από ενοίκια με την ευθεία μέθοδο σε όλη τη διάρκεια της μίσθωσης, εκτός αν μια άλλη συστηματική μέθοδος είναι αντιπροσωπευτική του ρυθμού μείωσης του οφέλους που αποφέρει η χρήση του μισθωμένου περιουσιακού στοιχείου.
- Ο μισθωτής αναγνωρίζει το συνολικό όφελος των κινήτρων ως μείωση του κόστους μίσθωσης με την ευθεία μέθοδο σε όλη τη διάρκεια της μίσθωσης, εκτός εάν μια άλλη συστηματική μέθοδος είναι πιο αντιπροσωπευτική του ρυθμού μείωσης του οφέλους που αποφέρει η χρήση του περιουσιακού στοιχείου.
- Τα έξοδα που επιβαρύνουν τον μισθωτή, συμπεριλαμβανομένων των εξόδων που συνδέονται με προ- υφιστάμενη μίσθωση (για παράδειγμα, δαπάνες καταγγελίας, μετεγκατάστασης ή μίσθωσης, βελτιώσεις), λογίζονται από τον μισθωτή σύμφωνα με

⁴¹ International Financial Reporting Standards. "SIC Interpretation 15: Operating Leases-Incentives" <http://ifrs.skr.jp/sic15.pdf> Πρόσβαση στις 19 Σεπτεμβρίου 2018.

τα πρότυπα που εφαρμόζονται σε αυτές τις δαπάνες, συμπεριλαμβανομένων των εξόδων που επιστρέφονται αποτελεσματικά μέσω καθεστώτος κινήτρων.

- Τα κόστη που επιβαρύνουν τον εκμισθωτή ως κίνητρα για τη σύναψη νέων ή ανανεωμένων λειτουργικών μισθώσεων δεν θεωρούνται μέρος του αρχικού κόστους που μπορούν να αναγνωριστούν ως έξοδο στις καταστάσεις αποτελεσμάτων κατά την περίοδο κατά την οποία πραγματοποιούνται, προστίθενται στα έσοδα του μισθωμένου περιουσιακού στοιχείου και αναγνωρίζεται ως έξοδο της μίσθωσης με την ίδια βάση με το εισόδημα από μίσθωση σύμφωνα με την παράγραφο ΔΛΠ 17.52. Τα αρχικά έξοδα, όπως τα άμεσα έξοδα διοίκησης, διαφημιστικές και συμβουλευτικές ή νομικές αμοιβές, βαρύνουν τον εκμισθωτή να οργανώσει μια σύμβαση, ενώ τα κίνητρα σε λειτουργική μίσθωση αφορούν την ουσία της μίσθωσης και είναι απαραίτητα για την σύναψη της έτσι ώστε ο μισθωτής να κάνει χρήση του περιουσιακού στοιχείου.
- Τα έξοδα που πραγματοποιούνται από τον μισθωτή όπως τα έξοδα μετεγκατάστασης αναγνωρίζονται ως έξοδο στα αποτελέσματα, στην κατάσταση αποτελεσμάτων χρήσης την περίοδο κατά την οποία πραγματοποιούνται. Η λογιστική καταγραφή αυτών των δαπανών δεν εξαρτάται από το εάν αποζημιώνονται πραγματικά ή όχι μέσω ενός καθεστώτος παροχής κινήτρων, καθώς δεν συνδέονται με την αντιπαροχή για τη χρήση του μισθωμένου περιουσιακού στοιχείου.

Για την καλύτερη κατανόηση των παραπάνω παρατίθεται ένα παραδείγματα με τις αντίστοιχες εγγραφές στα ημερολόγια μισθωτή – εκμισθωτή.

Έστω ότι συνάπτεται μια νέα σύμβαση λειτουργικής μίσθωσης εξοπλισμού διάρκειας 5 ετών με καταβληθέν μίσθωμα 1.000€ το χρόνο. Η εταιρεία leasing για να καταστεί πιο ελκυστική η συμφωνία για τον μισθωτή συμφωνεί να επωμισθεί τα έξοδα μετεγκατάστασής του τα οποία ανέρχονται σε 500€. Με αυτό τον τρόπο το συνολικό κόστος της επένδυσης ανέρχεται σε $1.000€ * 5 = 5.000€ - 500€ = 4.500€$ και τα ετήσια μισθώματα διαμορφώνονται σε $4.500€ / 5 = 900€$.

Πίνακας 3.1
Ημερολόγιο Εγγραφών Μισθωτή

01.01.X1	Περιγραφή Λογ/σμου	Χρέωση	Πίστωση
	Έξοδα ενοικίων	900€	
	Έξοδα Μετεγκατάστασης	500€	
	Ταμείο		1.400€
Αιτιολογία : Πληρωμή μετρητοίς 1 ^{ου} μισθώματος εξοπλισμού και εξόδων μετεγκατάστασης			
31.12.X1	Περιγραφή Λογ/σμου	Χρέωση	Πίστωση
	Αποτελέσματα χρήσης	1.400	
	Έξοδα ενοικίων		900€
	Έξοδα Μετεγκατάστασης		500€
Αιτιολογία : Μεταφορά εξόδων στα αποτελέσματα χρήσης 20X1			
01.01.X2	Περιγραφή Λογ/σμου	Χρέωση	Πίστωση
	Έξοδα ενοικίων	900€	
	Ταμείο		900€
Αιτιολογία : Πληρωμή μετρητοίς 2 ^{ου} μισθώματος εξοπλισμού			
31.12.X2	Περιγραφή Λογ/σμου	Χρέωση	Πίστωση
	Αποτελέσματα χρήσης	900€	
	Έξοδα ενοικίων		900€
Αιτιολογία : Μεταφορά εξόδων στα αποτελέσματα χρήσης 20X2			

01.01.X3	Περιγραφή Λογ/σμου	Χρέωση	Πίστωση
	Έξοδα ενοικίων	900€	
	Ταμείο		900€
Αιτιολογία : Πληρωμή μετρητοίς 3 ^{ου} μισθώματος εξοπλισμού			
31.12.X3	Περιγραφή Λογ/σμου	Χρέωση	Πίστωση
	Αποτελέσματα χρήσης	900€	
	Έξοδα ενοικίων		900€
Αιτιολογία : Μεταφορά εξόδων στα αποτελέσματα χρήσης 20X3			
01.01.X4	Περιγραφή Λογ/σμου	Χρέωση	Πίστωση
	Έξοδα ενοικίων	900€	
	Ταμείο		900€
Αιτιολογία : Πληρωμή μετρητοίς 4 ^{ου} μισθώματος εξοπλισμού			
31.12.X4	Περιγραφή Λογ/σμου	Χρέωση	Πίστωση
	Αποτελέσματα χρήσης	900€	
	Έξοδα ενοικίων		900€
Αιτιολογία : Μεταφορά εξόδων στα αποτελέσματα χρήσης 20X4			
01.01.X5	Περιγραφή Λογ/σμου	Χρέωση	Πίστωση
	Έξοδα ενοικίων	900€	
	Ταμείο		900€

Αιτιολογία : Πληρωμή μετρητοίς 5 ^ο μισθώματος εξοπλισμού			
31.12.X5	Περιγραφή Λογ/σμου	Χρέωση	Πίστωση
	Αποτελέσματα χρήσης	900€	
	Έξοδα ενοικίων		900€
Αιτιολογία : Μεταφορά εξόδων στα αποτελέσματα χρήσης 20X5			

Πίνακας 3.2
Ημερολόγιο Εγγραφών Εκμισθωτή

01.01.X1	Περιγραφή Λογ/σμου	Χρέωση	Πίστωση
	Ταμείο	900€	
	Έσοδα ενοικίων		900€
Αιτιολογία : Είσπραξη μετρητοίς 1 ^ο μισθώματος εξοπλισμού			
31.12.X1	Περιγραφή Λογ/σμου	Χρέωση	Πίστωση
	Έσοδα ενοικίων	900€	
	Αποτελέσματα χρήσης		900€
Αιτιολογία : Μεταφορά εσόδων στα αποτελέσματα χρήσης 20X1			
01.01.X2	Περιγραφή Λογ/σμου	Χρέωση	Πίστωση
	Ταμείο	900€	
	Έσοδα ενοικίων		900€
Αιτιολογία : Είσπραξη μετρητοίς 2 ^ο μισθώματος εξοπλισμού			

31.12.X2	Περιγραφή Λογ/σμου	Χρέωση	Πίστωση
	Έσοδα ενοικίων	900€	
	Αποτελέσματα χρήσης		900€
Αιτιολογία : Μεταφορά εσόδων στα αποτελέσματα χρήσης 20X2			
01.01.X3	Περιγραφή Λογ/σμου	Χρέωση	Πίστωση
	Ταμείο	900€	
	Έσοδα ενοικίων		900€
Αιτιολογία : Είσπραξη μετρητοίς 3 ^ο μισθώματος εξοπλισμού			
31.12.X3	Περιγραφή Λογ/σμου	Χρέωση	Πίστωση
	Έσοδα ενοικίων	900€	
	Αποτελέσματα χρήσης		900€
Αιτιολογία : Μεταφορά εσόδων στα αποτελέσματα χρήσης 20X3			
01.01.X4	Περιγραφή Λογ/σμου	Χρέωση	Πίστωση
	Ταμείο	900€	
	Έσοδα ενοικίων		900€
Αιτιολογία : Είσπραξη μετρητοίς 4 ^ο μισθώματος εξοπλισμού			
31.12.X4	Περιγραφή Λογ/σμου	Χρέωση	Πίστωση
	Έσοδα ενοικίων	900€	
	Αποτελέσματα χρήσης		900€

Αιτιολογία : Μεταφορά εσόδων στα αποτελέσματα χρήσης 20X4			
01.01.X5	Περιγραφή Λογ/σμου	Χρέωση	Πίστωση
	Ταμείο	900€	
	Έσοδα ενοικίων		900€
Αιτιολογία : Είσπραξη μετρητοίς 5 ^{ου} μισθώματος εξοπλισμού			
31.12.X5	Περιγραφή Λογ/σμου	Χρέωση	Πίστωση
	Έσοδα ενοικίων	900€	
	Αποτελέσματα χρήσης		900€
Αιτιολογία : Μεταφορά εσόδων στα αποτελέσματα χρήσης 20X5			

Να σημειωθεί ότι η εταιρεία leasing συνεχίζει να παρουσιάζει το περιουσιακό στοιχείο στους ισολογισμούς της διενεργώντας τις αντίστοιχες ετήσιες αποσβέσεις.

3.2 Χρηματοδοτική μίσθωση (Financial or Capital Leasing)

Η χρηματοδοτική μίσθωση αποτελεί ένα ευέλικτο και εναλλακτικό εργαλείο χρηματοδότησης των επιχειρήσεων που συνδυάζει τη μίσθωση κεφαλαιουχικών αγαθών κινητών ή ακινήτων με χαρακτηριστικά τραπεζικού δανεισμού. Στην χρηματοδοτική μίσθωση η εταιρεία Leasing αποτελεί τον συνδεδετικό κρίκο μεταξύ κατασκευαστή και μισθωτή. Μεσολαβεί για την χρηματοδότηση του πάγιου στοιχείου, κατόπιν εντολής του μισθωτή, ο οποίος έχει προκαθορίσει όλες τις τεχνικές και λειτουργικές προδιαγραφές του κεφαλαιουχικού αγαθού και κατόπιν η εταιρεία leasing προβαίνει στην αγορά του προκειμένου να το εκμισθώσει στον εντολέα - μισθωτή. Πρόκειται για τριγωνική ενοχική έννομη σχέση οικονομικού περιεχομένου με προεκτάσεις νομικής φύσεως που διασφαλίζουν κυρίως την κυριότητα του μίσθιου που τυπικά ανήκει στον εκμισθωτή έως την αποπληρωμή του τιμήματος και την λήξη της σύμβασης.

3.2.1 Χαρακτηριστικά της Χρηματοδοτικής Μίσθωσης

Ως κύρια χαρακτηριστικά της χρηματοδοτικής μίσθωσης δυνάμεθα να αναφέρουμε τα εξής :

- Η σύμβαση της χρηματοδοτικής μίσθωσης δεν μπορεί να καταγγελθεί πριν την λήξη της συμφωνηθείσας περιόδου (ανέκκλητη περίοδος) μονομερώς από κανένα από τα δύο συμβαλλόμενα μέρη ⁴².
- Η διάρκεια της μίσθωσης συνήθως ταυτίζεται με την αναμενόμενη οικονομική ζωή του χρηματοδοτούμενου αγαθού και είναι μέσο-μακροπρόθεσμη.
- Ο μισθωτής επωμίζεται όλα τα βάρη, τους κινδύνους και τις δαπάνες για την διατήρηση ακέραιου του μίσθιου και όλα τα οφέλη που απορρέουν από την χρήση του μισθωμένου πράγματος.
- Το συνολικά μισθώματα που καταβάλει ο μισθωτής καλύπτουν το σύνολο του καταβεβλημένου κεφαλαίου αγοράς του μίσθιου από την εταιρεία Leasing πλέον τόκων, εξόδων και αμοιβής διαμεσολάβησης.
- Το μισθωμένο πάγιο προορίζεται να καλύψει αποκλειστικά τις ιδιαίτερες ανάγκες του συγκεκριμένου μισθωτή.
- Προς την λήξη της διάρκειας μίσθωσης η κυριότητα του μισθωμένου πράγματος μεταβιβάζεται στον μισθωτή (εξάσκηση δικαιώματος προαίρεσης - option) καταβάλλοντας συνήθως κάποιο συμβολικό ποσό.
- Ο μισθωτής δύναται αντί να ασκήσει το δικαίωμα προαίρεσης να επιμηκύνει την διάρκεια εκμίσθωσης καταβάλλοντας ένα σαφώς μικρότερο μίσθωμα.

3.2.2 Πλεονεκτήματα της Χρηματοδοτικής Μίσθωσης

Τα κυριότερα πλεονεκτήματα που παρουσιάζει η χρηματοδοτική μίσθωση μπορούν να συνοψιστούν στα παρακάτω :

- Επιτυγχάνεται εξοικονόμηση κεφαλαίων και διατήρηση της ταμειακής ρευστότητας της μισθώτριας εταιρείας δεδομένου ότι μέσω της χρηματοδοτικής μίσθωσης εξασφαλίζεται έως και το 100% της αξίας της επένδυσης.

⁴² Αυτό βεβαίως ισχύει εφόσον οι συμβατικές υποχρεώσεις που απορρέουν από την συναφθείσα σύμβαση τηρηθούν και από τα δύο μέρη κατά την διάρκεια ισχύος της (δεσμευτική περίοδος). Σε διαφορετική περίπτωση δηλαδή μη ομαλής εξέλιξης της σύμβασης μπορεί να καταγγελθεί εκτάκτως είτε από την πλευρά του μισθωτή εφόσον προβλέπεται κάτι τέτοιο είτε από την πλευρά κυρίως της εταιρείας Leasing λόγω αθέτησης των συμβατικών όρων της μίσθωσης. (Μάζης, *Η χρηματοδοτική μίσθωση...221*)

- Με την σύμβαση leasing η μισθώτρια επιχείρηση αποκτά τον αναγκαίο κεφαλαιουχικό εξοπλισμό παρακάμπτοντας τις χρονοβόρες διαδικασίες υποθήκης και άλλων εμπράγματων διασφαλίσεων που απαιτούνται συνήθως μέσω τραπεζικού δανεισμού.
- Μέσω της σύμβαση leasing ο μισθωτής έχει την δυνατότητα να προσαρμόσει το ύψος και τον χρόνο καταβολής των μισθωμάτων ανάλογα με τις οικονομικές δυνατότητες της επιχείρησης του.
- Με την χρηματοδοτική μίσθωση ακόμα και μικρομεσαίες επιχειρήσεις μπορούν να προμηθευτούν τον αναγκαίο εξοπλισμό που σε διαφορετική περίπτωση θα ήταν ανέφικτο.
- Η πώληση και επαναμίσθωση (sale and lease back) παρέχει τη δυνατότητα άμεσης χρηματοδότησης των επιχειρήσεων μέσω ρευστοποίησης μέρους του παγιοποιημένου ενεργητικού τους.
- Μέσω του leasing η μισθώτρια εταιρεία επιτυγχάνει καλύτερους όρους αγοράς του επιθυμητού κεφαλαιουχικού εξοπλισμού εκμεταλλευόμενη την διαπραγματευτική ισχύ των εταιρειών leasing.

3.2.3 Μειονεκτήματα της Χρηματοδοτικής Μίσθωσης

Τα βασικά μειονεκτήματα της χρηματοδοτικής μίσθωσης σχετίζονται με το κόστος απόκτησης του κεφαλαιουχικού εξοπλισμού, την κυριότητα του, και τους επαχθείς όρους αποπληρωμής των μισθωμάτων. Πιο συγκεκριμένα :

- Το ονομαστικό επιτόκιο δανεισμού στις χρηματοδοτικές μισθώσεις είναι συνήθως υψηλότερο έναντι του τραπεζικού δανεισμού. Ωστόσο σε επίπεδο πραγματικού κόστους συνυπολογίζοντας δηλαδή τις επιπρόσθετες επιβαρύνσεις των τραπεζικών εργασιών λόγω προμήθειας, ασφάλισης, υποθήκης κ.λπ. αλλά και το κόστος ιδίων κεφαλαίων ή και το λεγόμενο κόστος ευκαιρίας (μείωση ρευστότητας), τότε οι τυχόν διαφορές να περιορίζονται σημαντικά και να συνηγορούν υπέρ της χρήσης του leasing.
- Ο νομικός τύπος της χρηματοδοτικής μίσθωσης σχετικά με την κυριότητα του μισθίου επισύρει αστικές και ποινικές ευθύνες για τον μισθωτή, αναφορικά με την φυσική κατάσταση (καταστροφή ή απώλεια) και καλή λειτουργία του.
- Το γεγονός ότι η εταιρεία leasing διατηρεί την νομική κυριότητα του κεφαλαιουχικού εξοπλισμού, της δίνει το δικαίωμα ελέγχου του τρόπου λειτουργίας,

συντήρησης και γενικά της κατάστασης στην οποία βρίσκεται ο εν λόγω εξοπλισμός, ακόμη και ενημέρωσης επί των οικονομικών της μισθώτριας επιχείρησης.

- Η χρηματοδοτική μίσθωση δεν είναι ακυρωτέα και ακόμα και αν η μισθώτρια εταιρεία κρίνει ότι δεν είναι επωφελές να συνεχίσει να χρησιμοποιεί το περιουσιακό στοιχείο υποχρεούται να πληρώσει το σύνολο των μισθωμάτων ως την λήξη της διάρκειας μίσθωσης. Αλλά και σε περίπτωση διακοπής της σύμβασης σε αρχικό στάδιο, δύναται να επιφέρει επιπρόσθετη επιβάρυνση για το υπόλοιπο χρονικό διάστημα.
- Ο μισθωτής είναι υποχρεωμένος να επιβαρύνεται με τα κόστη συντήρησης, επισκευής και ασφάλισης του μισθωμένου περιουσιακού στοιχείου κατά τη διάρκεια της μίσθωσης, ακόμη και αν τελικά δεν του ανήκει.
- Ο μισθωτής θα υποστεί σοβαρές συνέπειες σε περίπτωση που αδυνατεί να πληρώσει μισθώματα εμπρόθεσμα. Ο εκμισθωτής μπορεί να τερματίσει τη μίσθωση και να ανακαταλάβει τον εξοπλισμό. Σε αυτή την περίπτωση, ο μισθωτής πρέπει να πληρώσει για αποζημιώσεις και επιταχυνόμενες πληρωμές ενοικίου.
- Λόγω του υψηλού ονομαστικού κόστους, η χρηματοδοτική μίσθωση καθίσταται ασύμφορη για μικρής διάρκειας συμβάσεις απόκτησης και χρήσης κεφαλαιουχικού εξοπλισμού.

3.2.4 Λογιστικός Χειρισμός της Χρηματοδοτικής Μίσθωσης

Στην παρούσα ενότητα θα εξεταστεί ο τρόπος λογιστικής παρακολούθησης των χρηματοδοτικών μισθώσεων σύμφωνα με το Δ.Λ.Π 17 «Μισθώσεις».

Σύμφωνα με το πρότυπο, στην περίπτωση που μια μίσθωση συγκεντρώνει τις προϋποθέσεις⁴³ να χαρακτηριστεί ως χρηματοδοτική, ο μισθωτής υποχρεούται να αναγνωρίσει κατά την έναρξη της περιόδου μίσθωσης ως απαίτηση στην κατάσταση οικονομικής θέσης το μισθωμένο περιουσιακό στοιχείο και αντίστοιχα μια ισόποση υποχρέωση.

Η αρχική αναγνώριση γίνεται στο μικρότερο ποσό ανάμεσα στην εύλογη αξία⁴⁴ του περιουσιακού στοιχείου και στην παρούσα αξία των ελάχιστων καταβολών μισθωμάτων⁴⁵.

⁴³ Βλ. σελ. 44 & 89

⁴⁴ Το ποσό με το οποίο ένα περιουσιακό στοιχείο θα μπορούσε να ανταλλαγεί ή μία υποχρέωση να διακανονιστεί μεταξύ δύο μερών που ενεργούν με τη θέλησή τους και με πλήρη γνώση των συνθηκών της

Ως προεξοφλητικό επιτόκιο για τον υπολογισμό της παρούσας αξίας των ελάχιστων μισθωμάτων θα χρησιμοποιηθεί το τεκμαρτό επιτόκιο⁴⁶ της μίσθωσης,. Εάν αυτό δεν είναι πρακτικά δυνατό να προσδιοριστεί, το διαφορικό επιτόκιο δανεισμού του μισθωτή⁴⁷. Η υποχρέωση που προκύπτει από τη μίσθωση δεν εμφανίζεται αφαιρετικά από την αξία του μισθωμένου περιουσιακού στοιχείου στο ενεργητικό αλλά στην πλευρά των υποχρεώσεων του παθητικού.

Ο μισθωτής διενεργεί και καταχωρεί τις αποσβέσεις κατά την διάρκεια της μίσθωσης σύμφωνα με τα Δ.Λ.Π 16 «Ενσώματα Πάγια» και Δ.Λ.Π. 38 «Άυλα περιουσιακά στοιχεία». Η μέθοδος απόσβεσης των μισθωμένων περιουσιακών στοιχείων πρέπει να είναι σύμφωνη με την μέθοδο που ακολουθείται για τα αποσβέσιμα περιουσιακά στοιχεία που ανήκουν στην οντότητα. Εάν δεν υπάρχει καμία εύλογη βεβαιότητα ότι ο μισθωτής θα αποκτήσει την κυριότητα μέχρι το τέλος της περιόδου μίσθωσης, οι αποσβέσεις θα υπολογιστούν πλήρως και θα κατανεμηθούν στην μικρότερη περίοδο μεταξύ της διάρκειας της μίσθωσης και της ωφέλιμης ζωής⁴⁸ του παγίου. Εάν υπάρχει η βεβαιότητα ότι ο μισθωτής θα αποκτήσει την κυριότητα μέχρι το τέλος της περιόδου μίσθωσης, οι αποσβέσεις θα υπολογιστούν πλήρως κατά την διάρκεια της ωφέλιμης ζωής του παγίου.

αγοράς, στα πλαίσια μιας συναλλαγής που διεξάγεται σε καθαρά εμπορική βάση (αγοραία αξία). (Δ.Λ.Π 17.4). Λογιστικός Ασφαλιστικός Φοροτεχνικός & Νομικός Σύμβουλος. "Γλωσσάριο Δ.Λ.Π - Δ.Π.Χ.Π".

⁴⁵ Το σύνολο των μισθωμάτων που ο μισθωτής οφείλει ή μπορεί να υποχρεωθεί, να καταβάλλει κατά τη μισθωτική περίοδο, μη περιλαμβανομένων του ενδεχόμενου μισθώματος, του κόστους επισκευής και συντήρησης και των φόρων που καταβάλλονται από τον εκμισθωτή και επιστρέφονται σε αυτόν, καθώς επίσης:

(α) από πλευράς μισθωτή, κάθε ποσό εγγυημένο από τον ίδιο ή από τρίτο μέρος που συνδέεται με τον μισθωτή ή

(β) από πλευράς εκμισθωτή, κάθε υπολειμματική αξία εγγυημένη στον εκμισθωτή από:

(i) τον μισθωτή,

(ii) έναν τρίτο που συνδέεται με τον μισθωτή ή

(iii) ένα τρίτο μέρος που δεν συνδέεται με τον εκμισθωτή και που έχει την οικονομική δυνατότητα να εκπληρώσει τις υποχρεώσεις που προβλέπει η εγγύηση

⁴⁶ Το προεξοφλητικό επιτόκιο το οποίο κατά την έναρξη της μίσθωσης εξισώνει τη συνολική παρούσα αξία:

(α) της ελάχιστης καταβολής μισθωμάτων και (β) της μη εγγυημένης υπολειμματικής αξίας με (i) την εύλογη αξία του μισθωμένου περιουσιακού στοιχείου και (ii) κάθε αρχικό άμεσο κόστος του εκμισθωτή (Δ.Λ.Π. 17.4). Λογιστικός Ασφαλιστικός Φοροτεχνικός & Νομικός Σύμβουλος. "Γλωσσάριο Δ.Λ.Π - Δ.Π.Χ.Π".

⁴⁷ Είναι το επιτόκιο με το οποίο θα επιβαρυνόταν ο μισθωτής σε μία όμοια μισθωτική σχέση ή, αν αυτό δεν μπορεί να προσδιοριστεί, το επιτόκιο το οποίο, κατά την έναρξη της μίσθωσης, θα αποδεχόταν ο μισθωτής για να δανειστεί τα αναγκαία κεφάλαια, με παρόμοιους όρους και εξασφαλίσεις, για να αγοράσει το περιουσιακό στοιχείο (Δ.Λ.Π 17.4). Λογιστικός Ασφαλιστικός Φοροτεχνικός & Νομικός Σύμβουλος. "Γλωσσάριο Δ.Λ.Π - Δ.Π.Χ.Π".

⁴⁸ Η εκτιμώμενη απομένουσα χρονική περίοδος, από την έναρξη της μίσθωσης και χωρίς περιορισμό από την μισθωτική περίοδο, κατά τη διάρκεια της οποίας τα οικονομικά οφέλη που είναι ενσωματωμένα στο περιουσιακό στοιχείο αναμένονται να αναλωθούν από την οικονομική οντότητα. (Δ.Λ.Π. 17.4). Λογιστικός Ασφαλιστικός Φοροτεχνικός & Νομικός Σύμβουλος. "Γλωσσάριο Δ.Λ.Π - Δ.Π.Χ.Π".

Τα αρχικά άμεσα κόστη όπως προμήθειες, αμοιβές νομικών συμβούλων κ.λπ. που προσδιορίζονται ως άμεσα καταλογιστέα σε δραστηριότητες χρηματοδοτικής μίσθωσης που εκτελούνται από τον μισθωτή, προστίθενται στο ποσό που αναγνωρίζεται ως περιουσιακό στοιχείο.

Οι ελάχιστες καταβολές μισθωμάτων κατανέμονται μεταξύ του τόκου που αποτελεί χρηματοοικονομικό έξοδο και του ποσού της ανεξόφλητης υποχρέωσης. Η χρηματοδοτική επιβάρυνση κατανέμεται σε κάθε περίοδο κατά τη διάρκεια της μίσθωσης έτσι ώστε να παράγει ένα σταθερό περιοδικό επιτόκιο επί του ανεξόφλητου υπολοίπου της υποχρέωσης. Τα ενδεχόμενα μισθώματα⁴⁹ καταλογίζονται ως έξοδα στις περιόδους κατά τις οποίες πραγματοποιούνται.

Από την πλευρά του εκμισθωτή σύμφωνα με το πρότυπο ισχύουν τα εξής :

Ο εκμισθωτής δεν αναγνωρίζει πλέον στην κατάσταση οικονομικής θέσης (ενεργητικό) το μισθωμένο περιουσιακό στοιχείο, γιατί με την σύναψη της σύμβασης όλα τα βάρη, οι κίνδυνοι και τα οφέλη που απορρέουν από την χρήση του μεταβιβάζονται στον μισθωτή. Η ορθή καταχώρηση είναι απαίτηση από χρηματοδοτική μίσθωση με ισόποση πίστωση της καθαρής επένδυσης⁵⁰ στο μισθωμένο περιουσιακό στοιχείο.

Τα μισθώματα που εισπράττει ο εκμισθωτής διαχωρίζονται στο ποσό που αποτελεί χρηματοοικονομικό έσοδο (τόκος) για την ανταμοιβή του και στο ποσό αποπληρωμής του κεφαλαίου της επένδυσης.

Τα αρχικά άμεσα κόστη που προκύπτουν συχνά κατά την διαπραγμάτευση μιας συμφωνίας μίσθωσης και συσχετίζονται άμεσα με αυτήν συμπεριλαμβάνονται στην αρχική επιμέτρηση των απαιτήσεων της χρηματοδοτικής μίσθωσης και είναι μειωτικά των εσόδων που αναγνωρίζονται κατά την διάρκεια της μίσθωσης. Το τεκμαρτό επιτόκιο της

⁴⁹ Ένα ενσωματωμένο παράγωγο σε μια σύμβαση μίσθωσης υποδοχής είναι στενά συνδεδεμένο με τη σύμβαση υποδοχής, εάν το ενσωματωμένο παράγωγο είναι :

- (i) ένας δείκτης πληθωρισμού, όπως ένας δείκτης πληρωμών μισθωμάτων σε ένα δείκτη τιμών καταναλωτή (με την προϋπόθεση ότι η μίσθωση δεν αξιοποιείται με μόχλευση και ο δείκτης σχετίζεται με τον πληθωρισμό σε ευρώ στο οικονομικό περιβάλλον της οικονομικής οντότητας),
- ii) τα ενδεχόμενα μισθώματα βάσει συναφών πωλήσεων ή
- (iii) ενδεχόμενα μισθώματα βάσει μεταβλητών επιτοκίων.

European Commission, "International Accounting Standard 39: Financial Instruments Recognition And Measurement",

http://ec.europa.eu/internal_market/accounting/docs/consolidated/ias39_en.pdf (IAS 39 .AG33.f σελ. 37).

Πρόσβαση στις 20 Σεπτεμβρίου 2018.

⁵⁰ Η ακαθάριστη επένδυση στη μίσθωση, προεξοφλούμενη με το τεκμαρτό επιτόκιο της μίσθωσης.

μίσθωση ορίζεται με τέτοιο τρόπο ώστε το αρχικό άμεσο κόστος να συμπεριλαμβάνεται αυτομάτως στις απαιτήσεις της χρηματοδοτικής μίσθωσης.

Τα αρχικά κόστη που βαρύνουν εκμισθωτές που είναι κατασκευαστές ή έμποροι σε σχέση με τη διαπραγμάτευση και τη συμφωνία μιας μίσθωσης εξαιρούνται από τον ορισμό του αρχικού άμεσου κόστους. Ως εκ τούτου, εξαιρούνται από την καθαρή επένδυση στη μίσθωση και αναγνωρίζονται ως έξοδο όταν αναγνωρίζεται το κέρδος από την πώληση, η οποία για μια χρηματοδοτική μίσθωση είναι συνήθως κατά την έναρξη της μίσθωσης.

Το χρηματοοικονομικό έσοδο υπολογίζεται κατά τέτοιο τρόπο ώστε να αντανakλά μια σταθερή περιοδική απόδοση της καθαρής επένδυσης του εκμισθωτή στην χρηματοδοτική μίσθωση

Οι εκτιμώμενες μη εγγυημένες υπολειμματικές αξίες⁵¹ που χρησιμοποιούνται για τον υπολογισμό της ακαθάριστης επένδυσης του εκμισθωτή στη μίσθωση επανεξετάζονται τακτικά. Εάν έχει σημειωθεί μείωση στην εκτιμώμενη μη εγγυημένη υπολειμματική αξία, αναθεωρείται η κατανομή του εσόδου κατά τη διάρκεια της μίσθωσης και οποιαδήποτε μείωση των δεδουλευμένων ποσών αναγνωρίζεται αμέσως.

Για να γίνουν κατανοητά τα παραπάνω παραθέτουμε ένα παράδειγμα με τις αντίστοιχες εγγραφές στα ημερολόγια μισθωτή και εκμισθωτή.

Έστω ότι συνάπτεται σύμβαση χρηματοδοτικής μίσθωσης μεταξύ της εταιρείας Alpha Leasing A.E και της κατασκευαστικής εταιρείας ΒΗΤΑ Α.Ε. για την μίσθωση μηχανολογικού εξοπλισμού. Οι λεπτομέρειες του πλαισίου της Χ/Μ παρουσιάζονται παρακάτω:

- Μίσθιο : Μηχάνημα
- Ωφέλιμη ζωή μηχανήματος : 10έτη
- Τρέχουσα αξία μηχανήματος που ισούται με την παρούσα αξία μισθωμάτων : 1.000.000€
- Τιμολογιακή αξία μηχανήματος τοις μετρητοίς : 1.000.000€

⁵¹ Μη εγγυημένη υπολειμματική αξία είναι το μέρος της υπολειμματικής αξίας του μισθωμένου περιουσιακού στοιχείου, η ρευστοποίηση του οποίου δεν είναι εξασφαλισμένη ή είναι εγγυημένη μόνο από έναν τρίτο συνδεδεμένο με τον εκμισθωτή. (Δ.Λ.Π 17.4). Λογιστικός Ασφαλιστικός Φοροτεχνικός & Νομικός Σύμβουλος. "Γλωσσάριο Δ.Λ.Π - Δ.Π.Χ.Π".

- Διάρκεια X/M : 10 έτη (ημερ/νια έναρξης: 01/01/2019, ημερ/νια λήξης: 31/12/2028)
- Υπολειμματική αξία μηχανήματος : 0€
- Επιτόκιο σύμβασης : 8%
- Βάση καταβολής μισθώματος : Ετήσια στη αρχή της περιόδου
- Δικαίωμα εξαγοράς στην λήξη : Ναι
- Λογιστικός Συντελεστής απόσβεσης : 10%

Αρχικά, θα πρέπει να υπολογιστεί το τοκοχρεολύσιο της μίσθωσης από τον τύπο της προκαταβλητέας ράντας : $R = V / A * (1+r)$, όπου V η αξία του μίσθιου στην αρχή της περιόδου, $A = [1 - (1+r)^{-n}] / r$ ο συντελεστής παρούσας αξίας μιας ληξιπρόθεσμης ράντας διάρκειας n και επιτοκίου r (υπολογισμός μέσω σχετικών πινάκων). Στην προκειμένη περίπτωση ο ΣΠΑΣΠ⁵² είναι $[1 - (1+0,08)^{-10} / 0,08] = 6,710$ και το τοκοχρεολύσιο $R = 1.000.000€ / 6,710 * (1+0,08) = 137.990,27€$. Οι αποσβέσεις του μηχανήματος σε λογιστική βάση ανά έτος θα είναι $1.000.000€ * 10\% = 100.000€$

Ο Πίνακας αποπληρωμής των μισθωμάτων ανά έτος διαμορφώνεται ως κάτωθι :

Πίνακας 3.3
Αποπληρωμή Μισθωμάτων Χρηματοδοτικής Μίσθωσης

A/A	Ημερομηνία καταβολής μισθώματος	Ετήσιο Μίσθωμα	Τόκος	Κεφάλαιο	Υπολειπόμενο Κεφάλαιο
1	01/01/19	137.990,27 €		137.990,27 €	862.009,73 €
2	01/01/20	137.990,28 €	68.960,78 €	69.029,50 €	792.980,23 €
3	01/01/21	137.990,27 €	63.438,42 €	74.551,85 €	718.428,39 €
4	01/01/22	137.990,27 €	57.474,27 €	80.516,00 €	637.912,39 €
5	01/01/23	137.990,27 €	51.032,99 €	86.957,28 €	550.955,11 €
6	01/01/24	137.990,27 €	44.076,41 €	93.913,86 €	457.041,25 €
7	01/01/25	137.990,27 €	36.563,30 €	101.426,97 €	355.614,29 €
8	01/01/26	137.990,27 €	28.449,14 €	109.541,12 €	246.073,16 €
9	01/01/27	137.990,27 €	19.685,85 €	118.304,41 €	127.768,75 €
10	01/01/28	137.990,27 €	10.221,50 €	127.768,77 €	0,00 €
		1.379.902,66 €	379.902,66 €	1.000.000,00 €	

⁵² Συντελεστής Παρούσας Αξίας Σειράς Πληρωμών

Οι λογιστικές εγγραφές που θα διενεργήσουν ο μισθωτής «BHTA A.E» και ο εκμισθωτής «Alpha Leasing A.E» για τα πρώτα 2 χρόνια θα έχουν ως εξής :

Πίνακας 3.4
Ημερολόγιο Εγγραφών Μισθωτή «BHTA A.E»

01.12.19	Περιγραφή Λογαριασμού	Χρέωση	Πίστωση
	Μηχάνημα	1.000.000€	
	Μακροπρόθεσμες Υποχρεώσεις από Χ/Μ		1.000.000€
Αιτιολογία : Απόκτηση μηχανήματος με χρηματοδοτική μίσθωση από την «Alpha Leasing A.E»			
01.12.19	Περιγραφή Λογαριασμού	Χρέωση	Πίστωση
	Μακροπρόθεσμες Υποχρεώσεις από Χ/Μ	137.990,27€	
	Λογαριασμός Όψεως Τράπεζας Χ		137.990,27€
Αιτιολογία : Αποπληρωμή 1 ^{ου} μισθώματος μηχανήματος σε βάρος λογαριασμού όψεως της εταιρείας στην τράπεζα Χ.			
31.12.19	Περιγραφή Λογαριασμού	Χρέωση	Πίστωση
	Τόκοι και έξοδα λοιπών μακροπρόθεσμων υποχρεώσεων	68.960,78€	
	Μακροπρόθεσμες Υποχρεώσεις από Χ/Μ		68.960,78€
Αιτιολογία : Καταλογισμός δεδουλευμένων τόκων Χ/Μ περιόδου 1/1/2019 – 31/12/2019			
31.12.19	Περιγραφή Λογαριασμού	Χρέωση	Πίστωση
	Αποσβέσεις μηχανήματος	100.000€	

	Αποσβεσμένο μηχάνημα		100.000€
Αιτιολογία : Αποσβέσεις 1 ^{ου} έτους χρήσης του μηχανήματος			
31.12.19	Περιγραφή Λογαριασμού	Χρέωση	Πίστωση
	Μακροπρόθεσμες Υποχρεώσεις από X/M	137.990,27€	
	Βραχυπρόθεσμες Υποχρεώσεις από X/M		137.990,27€
Αιτιολογία ⁵³ : Μεταφορά του 2 ^{ου} μισθώματος στις βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις από X/M από την «Alpha Leasing A.E»			
01.01.20	Περιγραφή Λογαριασμού	Χρέωση	Πίστωση
	Βραχυχρόνιες Υποχρεώσεις από X/M	137.990,27€	
	Λογαριασμός Όψεως Τράπεζας X		137.990,27€
Αιτιολογία : Αποπληρωμή 2 ^{ου} μισθώματος μηχανήματος σε βάρος λογαριασμού όψεως της εταιρείας στην τράπεζα X.			
31.12.20	Περιγραφή Λογαριασμού	Χρέωση	Πίστωση
	Τόκοι και έξοδα λοιπών μακροπρόθεσμων υποχρεώσεων	63.438,42€	
	Βραχυχρόνιες Υποχρεώσεις από X/M		63.438,42€
Αιτιολογία : Καταλογισμός δεδουλευμένων τόκων X/M περιόδου 1/1/2020 – 31/12/2020			
31.12.20	Περιγραφή Λογαριασμού	Χρέωση	Πίστωση
	Αποσβέσεις μηχανήματος	100.000€	

⁵³ Το μίσθωμα του 2020 που οφείλεται αφορά βραχυχρόνια περίοδο και για αυτό τον λόγο μεταφέρεται στις βραχυχρόνιες υποχρεώσεις.

	Αποσβεσμένο μηχάνημα		100.000€
Αιτιολογία : Αποσβέσεις 2 ^{ου} έτους χρήσης του μηχανήματος			
31.12.20	Περιγραφή Λογαριασμού	Χρέωση	Πίστωση
	Μακροπρόθεσμες Υποχρεώσεις από Χ/Μ	137.990,27€	
	Βραχυπρόθεσμες Υποχρεώσεις από Χ/Μ		137.990,27€
Αιτιολογία : Μεταφορά του 3 ^{ου} μισθώματος στις βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις από Χ/Μ από την «Alpha Leasing Α.Ε »			

Πίνακας 3.5
Ημερολόγιο Εγγραφών Εκμισθωτή «Alpha Leasing Α.Ε »

01.12.19	Περιγραφή Λογαριασμού	Χρέωση	Πίστωση
	Χρηματοδοτική Μίσθωση Μηχανήματος	1.000.000€	
	Λογαριασμός Όψεως Τράπεζας Ψ		1.000.000€
Αιτιολογία : Πληρωμή για αγορά μηχανήματος λόγω χρηματοδοτικής μίσθωσης σε βάρος λογαριασμού όψεως της τράπεζα Ψ			
01.01.19	Περιγραφή Λογαριασμού	Χρέωση	Πίστωση
	Καταθέσεις όψεως	137.990,27€	
	Χρηματοδοτική Μίσθωση Μηχανήματος		137.990,27€
Αιτιολογία : Είσπραξη 1 ^{ου} μισθώματος μηχανήματος από την εταιρεία ΒΗΤΑ Α.Ε			
31.12.19	Περιγραφή Λογαριασμού	Χρέωση	Πίστωση
	Χρηματοδοτική Μίσθωση Μηχανήματος	68.960,78€	

	Τόκοι και έσοδα μακροχρόνιων μισθώσεων		68.960,78€
Αιτιολογία : Λογισμός εισπραχθέντων τόκων περιόδου 1/1/2019 – 31/12/2019 από χρηματοδοτική μίσθωση μηχανήματος			
01.01.20	Περιγραφή Λογαριασμού	Χρέωση	Πίστωση
	Καταθέσεις όψεως	137.990,27€	
	Χρηματοδοτική Μίσθωση Μηχανήματος		137.990,27€
Αιτιολογία : Είσπραξη 2 ^{ου} μισθώματος μηχανήματος από την εταιρεία ΒΗΤΑ Α.Ε			
31.12.20	Περιγραφή Λογαριασμού	Χρέωση	Πίστωση
	Χρηματοδοτική Μίσθωση Μηχανήματος	63.438,42€	
	Τόκοι και έσοδα μακροχρόνιων μισθώσεων		63.438,42€
Αιτιολογία : Λογισμός εισπραχθέντων τόκων περιόδου 1/1/2020 – 31/12/2020 από χρηματοδοτική μίσθωση μηχανήματος			

3.3 Σύγκριση Χρηματοδοτικής και Λειτουργικής μίσθωσης

Οι εταιρείες προκειμένου να λειτουργήσουν χρειάζονται μια σειρά από κεφαλαιουχικά αγαθά που μπορούν να τα αποκτήσουν, είτε προβαίνοντας στην αγορά τους, συχνά δανείζοντας ένα σημαντικό μέρος του κόστους τους, είτε να τα μισθώσουν. Εφόσον προκρίνεται ως συμφέρουσα λύση η απόκτησή τους μέσω μίσθωσης, έχουν δύο διαθέσιμες επιλογές. Η χρηματοδοτική και η λειτουργική μίσθωση είναι οι πιο συχνά χρησιμοποιούμενες μισθώσεις στον επιχειρηματικό κόσμο. Στον παρακάτω Πίνακα παρουσιάζονται συνοπτικά οι βασικές διαφορές τους.

Πίνακας 3.6
Διαφορές Χρηματοδοτικής και Λειτουργικής Μίσθωσης

	Χρηματοδοτική Μίσθωση	Λειτουργική Μίσθωση
Ιδιοκτησιακό καθεστώς	Ο εκμισθωτής διατηρεί την νομική κυριότητα του περιουσιακού στοιχείου, ο οποίος παραχωρεί μόνο το δικαίωμα κατοχής και χρήσης στον μισθωτή (οικονομική κυριότητα) .	Η λειτουργική μίσθωση είναι μια σύμβαση απλής μίσθωσης. Ο εκμισθωτής διατηρεί όλα τα δικαιώματα ιδιοκτησίας και κυριότητας και μετά την λήξη της περιόδου μίσθωσης.
Κίνδυνοι, βάρη, ωφέλειες	Το δικαίωμα χρήσης του μίσθιου περιλαμβάνει όλους τους κινδύνους ή τις ωφέλειες από την χρήση του. Ο μισθωτής αναλαμβάνει ουσιαστικά όλους τους κινδύνους και τα βάρη που συνδέονται με την χρήση του πάγιου.	Το δικαίωμα χρήσης που αποκτά ο μισθωτής πάνω στο περιουσιακό στοιχείο δεν περιλαμβάνει κανένα κίνδυνο ή οικονομικό βάρος που συνδέεται με αυτό.
Οικονομική ζωή παγίου	Η διάρκεια της μίσθωσης εκτείνεται στο μεγαλύτερο μέρος της οικονομικής ζωής του περιουσιακού στοιχείου.	Η διάρκεια της μίσθωσης είναι πολύ μικρότερη από την οικονομική ζωή του περιουσιακού στοιχείου.
Λογιστική αντιμετώπιση	Η λογιστική αντιμετώπιση των μισθώσεων κεφαλαίου είναι παρόμοια με αυτήν του δανείου. Κατά την έναρξη της περιόδου οι χρηματοδοτικές μισθώσεις καταγράφονται ως περιουσιακό στοιχείο στο ενεργητικό του μισθωτή με ταυτόχρονη ισόποση υποχρέωση στο παθητικό του, που αντιπροσωπεύει το κόστος χρηματοδότησης για τη μίσθωση του παγίου. Σε μεταγενέστερο χρόνο τα μισθώματα που καταβάλλονται περιοδικά	Η λογιστική αντιμετώπιση των λειτουργικών μισθώσεων είναι πολύ πιο απλή. Τα λειτουργικά μισθώματα που καταβάλλει ο μισθωτής κατά την διάρκεια της μίσθωσης καταχωρούνται ως λειτουργικές δαπάνες και μεταφέρονται στα αποτελέσματα χρήσης με βάση την σταθερή μέθοδο.

	περιλαμβάνουν ένα μέρος της αποπληρωμής της υποχρέωσης του παθητικού και ένα μέρος των τόκων. Οι τόκοι μεταφέρονται στα αποτελέσματα χρήσης. Ο μισθωτής καθ' όλη την διάρκεια της μίσθωσης διενεργεί αποσβέσεις επί του μισθωμένου περιουσιακού στοιχείου με βάση την πολιτική της εταιρείας που ακολουθεί για τα υπόλοιπα πάγια της.	
Μεταβίβαση κυριότητας	Στην χρηματοδοτική μίσθωση προβλέπεται η δυνατότητα στο τέλος της μισθωτικής περιόδου ο μισθωτής να αποκτήσει και τυπικά την κυριότητα του πάγιου.	Στην λειτουργική μίσθωση δεν προβλέπεται κάτι τέτοιο. Το πάγιο επιστρέφει στην εκμισθώτρια εταιρεία.
Έξοδα παγίου	Τα έξοδα συντήρησης, επισκευής και ασφάλισης του παγίου τα επωμίζεται ο μισθωτής.	Στην λειτουργική μίσθωση αυτά τα έξοδα συνήθως τα αναλαμβάνει ο εκμισθωτής.
Ακύρωση μίσθωσης	Η συμφωνία χρηματοδοτικής μίσθωσης δεν μπορεί να ακυρωθεί. Αν καταγγελθεί από την εκμισθώτρια εταιρεία ο μισθωτής καλείται να πληρώσει όλα τα καθυστερημένα μισθώματα μαζί με τόκους και αποζημίωση.	Η συμφωνία της λειτουργικής μίσθωσης μπορεί να ακυρωθεί οποτεδήποτε χωρίς πρόσθετη αποζημίωση.

Η επιλογή μιας επιχείρησης να συνάψει λειτουργική ή χρηματοδοτική μίσθωση εξαρτάται από πολλούς παράγοντες. Στην πράξη, όμως, πολλές φορές ακόμα και οι όροι που έχουν συνομολογηθεί μεταξύ των δύο μερών είναι δύσκολο να κατατάξει μια μίσθωση σε λειτουργική ή χρηματοδοτική. Ενώ οι διαφορές μεταξύ λειτουργικών και χρηματοδοτικών μισθώσεων είναι σαφείς, ορισμένες μισθωτικές ρυθμίσεις δεν ταιριάζουν απόλυτα σε ένα από αυτά τα δύο άκρα. Αντίθετα μοιράζονται ορισμένα χαρακτηριστικά

και των δύο τύπων μίσθωσης. Σε αυτή την περίπτωση πρόκειται για μικτή μίσθωση. Η ειδοποιός όμως διαφορά μεταξύ των δύο μορφών μίσθωσης εξαρτάται κυρίως από το ποιος κατέχει ουσιαστικά το περιουσιακό στοιχείο και όχι από την φύση της δέσμευσης μίσθωσης. Η λειτουργική μίσθωση είναι κατάλληλη για την κάλυψη βραχυπρόθεσμων και παροδικών αναγκών της επιχείρησης σε πάγιο εξοπλισμό, χωρίς την ανάληψη κινδύνου. Από την άλλη, η χρηματοδοτική μίσθωση απαιτεί από τον μισθωτή να αναλάβει όλους τους κινδύνους και τα έξοδα που συνδέονται με τη χρήση του μισθωμένου περιουσιακού στοιχείου κατά την διάρκεια της συμβατικής περιόδου. Ωστόσο, το σημαντικότερο πλεονέκτημα της είναι ότι μόλις παρέλθει η περίοδος μίσθωσης, το περιουσιακό στοιχείο περιέρχεται στην κατοχή της.

3.4 Υποκατηγορίες του Leasing

Σε αυτήν ενότητα θα αναλυθούν εν συντομία οι βασικότερες υποκατηγορίες της μίσθωσης με μια πιο εκτενέστερη αναφορά στην μίσθωση ακινήτων στην Ελλάδα.

3.4.1 Άμεση Μίσθωση (Direct Leasing)

Η άμεση μίσθωση (Direct leasing) αποτελεί απλοποιημένη μορφή της χρηματοδοτικής μίσθωσης. Σε αυτήν την περίπτωση τα μέρη που συναλλάσσονται είναι δύο ο εκμισθωτής που ταυτίζεται με την κατασκευάστρια εταιρεία και ο μισθωτής. Η σχέση είναι διμερής και υπερισχύει ο εμπορικός χαρακτήρας της παρά ο χρηματοδοτικός. Συνήθως με αυτή την μορφή μεγάλες κατασκευαστικές εταιρείες ιδρύουν θυγατρικές εταιρείες leasing με σκοπό την προώθηση των πωλήσεων. Η διάρκεια ισχύος αυτών των συμβάσεων είναι συνήθως βραχυχρόνια έως 12μήνες με δυνατότητα επιμήκυνσης. Τα μισθωμένα πάγια στοιχεία είναι τυποποιημένα. Ο μισθωτής δύναται να διακόψει την σύμβαση πριν την λήξη της, μετά από σύντομη προειδοποίηση του εκμισθωτή. Ο εκμισθωτής είναι υπεύθυνος για τα έξοδα συντήρησης, επισκευής και ασφάλισης σε πάγια που απαιτούν κάποια εξειδίκευση όπως τα προϊόντα τεχνολογίας. (ηλεκτρονικοί υπολογιστές, μηχανές γραφείου κτλ). Αντίθετα σε περιπτώσεις επιβατικών αυτοκινήτων, επαγγελματικών φορτηγών, γεωργικών μηχανημάτων κλπ. συνήθως τα βάρη συντήρησης επωμίζεται ο μισθωτής.

3.4.2 Πώληση και επανεκμίσθωση (Sale and lease back)

Πώληση και επανεκμίσθωση (sale and lease back) έχουμε στην περίπτωση όπου μια εταιρεία προβαίνει σε πώληση ενός ιδιόκτητου πάγιου στοιχείου σε κάποια εταιρεία χρηματοδοτικής μίσθωσης ή και ασφαλιστική εταιρεία και εν συνεχεία η εταιρεία

αγοραστής εκμισθώνει το ίδιο κεφαλαιουχικό πάγιο στοιχείο στην εταιρεία – πωλητής. Στο τέλος της σύμβασης ο μισθωτής το αγοράζει ξανά. Αποτελεί μια ιδιαίτερα δημοφιλής πρακτική στον τομέα των εμπορικών και βιομηχανικών ακινήτων για επιχειρήσεις που αντιμετωπίζουν είτε πρόβλημα άμεσης ρευστότητας είτε έχουν συσσωρευμένα πολλά πάγια στους ισολογισμούς τους και με τον τρόπο αυτό επιτυγχάνεται η ρευστοποίηση μιας ήδη πραγματοποιηθείσας επένδυσης (μείωση βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων) με ταυτόχρονη τόνωση της ρευστότητας (επαύξηση κεφαλαίου κίνησης). Από την πλευρά των εκμισθωτών η επένδυση αυτή χαρακτηρίζεται ασφαλής για μακροπρόθεσμη (20-30 χρόνια) τοποθέτηση κεφαλαίων και επίτευξη μιας ικανοποιητικής απόδοσης.

3.4.3 Συμμετοχική ή μοχλευμένη μίσθωση (Leveraged Leasing)

Η εν λόγω μορφή χρηματοδοτικής μίσθωσης χρησιμοποιείται σε περιπτώσεις μίσθωσης κεφαλαιουχικού εξοπλισμού πολύ μεγάλης εμπορικής αξίας (Big Ticket Leasing – αεροπλάνα, πλοία, τρένα κλπ.). Στην συμμετοχική χρηματοδοτική μίσθωση συμμετέχουν τέσσερα εμπλεκόμενα μέρη : ο μισθωτής, ο εκμισθωτής, ο προμηθευτής – κατασκευαστής του περιουσιακού στοιχείου και ο χρηματοδότης. Η αγορά του κεφαλαιουχικού εξοπλισμού που πρόκειται να εκμισθωθεί πραγματοποιείται με την συμμετοχή τόσο της εκμισθώτριας εταιρείας (20% - 40%) όσο και με μακροπρόθεσμο δανεισμό από συνήθως κάποιο τραπεζικό ίδρυμα (60% - 80%). Σε αυτή την περίπτωση ο μισθωτής καθίσταται υπόχρεος και στα δύο εμπλεκόμενα μέρη που συμμετέχουν. Οι αξιώσεις που εγείρονται σε μια τέτοια περίπτωση ικανοποιούνται από τα μισθώματα και την εκποίηση του πάγιου στοιχείου και η εκμισθώτρια εταιρεία δεν φέρει καμία ευθύνη απέναντι στον δανειστή από τυχόν αθέτηση καταβολής των μισθωμάτων. Παράλληλα, ο δανειολήπτης εκμισθωτής δεν φέρει καμία ευθύνη ή υποχρέωση εξόφλησης του δανείου σε περίπτωση αφερεγγυότητας ή πτώχευσης του μισθωτή. Η κυριότητα του κεφαλαιουχικού εξοπλισμού ανήκει στην εκμισθώτρια εταιρεία, η οποία απολαμβάνει όλα τα φορολογικά πλεονεκτήματα που αυτή συνεπάγεται. Το επιτόκιο δανεισμού διαμορφώνεται με βάση την δανειοληπτική ικανότητα του μισθωτή και όχι του δανειολήπτη – εκμισθωτή.

3.4.4 Κοινοπρακτική μίσθωση (Syndicated Leasing)

Η κοινοπρακτική μίσθωση προσιδιάζει στην πρακτική των κοινοπρακτικών δανείων, όπου λόγω υψηλού κόστους απόκτησης του εκμισθωμένου πάγιου στοιχείου συμμετέχουν από κοινού δύο ή περισσότερες εταιρείες χρηματοδοτικής μίσθωσης. Όπως και στην συμμετοχική μίσθωση έτσι και στην κοινοπρακτική για την χρηματοδότηση μεγάλης αξίας

επενδύσεων συμμετέχουν περισσότερες εταιρείες με σκοπό την αποφυγή του ρίσκου που αναλαμβάνουν από ενδεχόμενη αφερεγγυότητα του μισθωτή.

3.4.5 Χρηματοδοτική Μίσθωση με προμηθευτές (Vendor Leasing)

Στην χρηματοδοτική μίσθωση με προμηθευτές επιτυγχάνεται μια επωφελής συνεργασία μεταξύ χρηματοδοτικής εταιρείας και κατασκευαστικής εταιρείας που αποσκοπεί στην προώθηση των πωλήσεων και των δύο μερών. Πιο συγκεκριμένα, η εταιρεία προμηθευτής συνάπτει μια συμφωνία με την εταιρεία leasing, σύμφωνα με την οποία η κατασκευάστρια εταιρεία προτείνει στην εταιρεία leasing πελάτες της που ενδιαφέρονται να αγοράσουν τον εξοπλισμό της. Ο ενδιαφερόμενος πελάτης της κατασκευάστριας εταιρείας εφόσον συνάψει σύμβαση μίσθωσης με την εταιρεία leasing, αυτή εν συνεχεία πληρώνει την κατασκευάστρια εταιρεία τοις μετρητοίς, η οποία μπαίνει εγγυητής στην σύμβαση μίσθωσης. Με τον τρόπο αυτό η εταιρεία leasing επιτυγχάνει διεύρυνση του πελατολογίου της, ενώ παράλληλα επιμερίζει την ευθύνη αποπληρωμής των μισθωμάτων σε δύο μέρη. Από την άλλη, ο πελάτης επιτυγχάνει καλύτερες τιμές αγοράς του εξοπλισμού λόγω της συμφωνίας μεταξύ εταιρείας leasing και προμηθευτή και κατά συνέπεια πληρώνει μικρότερα μισθώματα. Ταυτόχρονα, ο προμηθευτής αυξάνει τις πωλήσεις και την ρευστότητα του αφού αυτές είναι τοις μετρητοίς. Η χρηματοδοτική μίσθωση με προμηθευτές χρησιμοποιείται κυρίως από αντιπροσώπους εξοπλισμού ως μέσο προώθησης των πωλήσεων σε πάγια εκτεταμένης χρήση όπως είναι τα αυτοκίνητα, φορτηγά, υπολογιστές, εκτυπωτές, ιατρικός εξοπλισμός κλπ.

3.4.6 Πώληση – Μίσθωση με Όρους (Conditional Sale – Leasing)

Η πώληση μίσθωση με όρους αποσκοπεί στην πώληση ενός πάγιου στοιχείου μέσω της μίσθωσης. Ενώ τυπικά ακολουθούνται οι όροι της μίσθωσης με σκοπό την εκμετάλλευση των φορολογικών πλεονεκτημάτων που απορρέουν από τους όρους αυτής κατ' ουσία πρόκειται για πώληση και εμμέσως αναγνωρίζονται οι όροι της πώλησης.

3.4.7 Χρηματοδοτική μίσθωση κατά παραγγελία (Ccustom Leasing)

Με την εν λόγω μορφή leasing οι όροι της μίσθωσης προσαρμόζονται στις ιδιαίτερες ανάγκες και δυνατότητες του μισθωτή. Για παράδειγμα το ύψος των μισθωμάτων δύναται να προσαρμόζεται ανάλογα με τις εποχιακές δυνατότητες ή ανάγκες του μισθωτή, όπως συμβαίνει σε περιπτώσεις τουριστικών καταλυμάτων, γεωργικών επιχειρήσεων κλπ.

3.4.8 Διασυνοριακή ή Διεθνής Μίσθωση (Cross - Border Leasing)

Διασυνοριακή ή Διεθνή μίσθωση έχουμε όταν δύο τουλάχιστον από τα συμβαλλόμενα μέρη (μισθωτής, εκμισθωτής, προμηθευτής) έχουν την έδρα της επιχειρηματικής τους δραστηριότητας σε διαφορετικά κράτη. Επίσης διασυνοριακή μίσθωση μπορεί να θεωρηθεί και η εκμίσθωση εξοπλισμού από εταιρεία leasing που εδρεύει στο εξωτερικό σε εταιρεία leasing στην Ελλάδα και αυτή εν συνεχεία σε εταιρεία που έχει την έδρα της επιχειρηματικής δραστηριότητας επίσης στην Ελλάδα. Σε αυτές τις περιπτώσεις προκύπτουν πλεονεκτήματα που απορρέουν από τα διαφορετικά φορολογικά καθεστώτα αφού συνήθως υπάρχει διαφορετική μεταχείριση σε επενδυτικά αγαθά διαφορετικών χωρών. Από την άλλη τα συμβαλλόμενα μέρη σε αυτές τις συμβάσεις βρίσκονται εκτεθειμένα σε συναλλαγματικούς (για χώρες εκτός Ευρωζώνης) και λοιπούς κινδύνους που σχετίζονται με τις οικονομικές, πολιτικές κ.λπ. συνθήκες που επικρατούν σε κάθε χώρα.

3.4.9 Χρηματοδοτική Μίσθωση Ακινήτων (Real Estate Leasing)

Η χρηματοδοτική μίσθωση ακινήτων παρουσιάζει ουσιαστικές διαφορές από την χρηματοδοτική μίσθωση κινητών αντικείμενων, οι οποίες σχετίζονται τόσο με την φύση του πάγιου στοιχείου που αποτελεί το αντικείμενο της μίσθωσης όσο και με τις ειδικές σχέσεις μεταξύ του εκμισθωτή και του μισθωτή που προβλέπει η σχετική νομοθεσία.

Ένα από τα βασικότερα χαρακτηριστικά της χρηματοδοτικής μίσθωσης είναι η συσχέτιση της διάρκειας της μίσθωσης με την οικονομική ζωή του πάγιου στοιχείου. Στην περίπτωση των ακινήτων αυτό συναντά αντικειμενικές δυσκολίες. Συνήθως, η αξία των ακινήτων λόγω της οικονομικής διαβρώσεως είναι πολύ πιθανό αν όχι βέβαιο ότι με την πάροδο του χρόνου υφίσταται απρόβλεπτες διακυμάνσεις, οι οποίες αποτελούν συνάρτηση πολλών παραγόντων που δεν είναι δυνατό να υπολογιστούν με ακρίβεια εκ των προτέρων, και ακριβώς λόγω αυτής της ιδιομορφίας η δυνατότητα εκμετάλλευσης συνήθως ξεπερνά την διάρκεια της εκμίσθωσης.

Από την άλλη, στην περίπτωση των ακινήτων η υπολειμματική αξία⁵⁴ στην λήξη της σύμβασης είναι δύσκολο να προσδιοριστεί από πριν λόγω αφενός των ανατιμητικών

⁵⁴ Υπολειμματική Αξία είναι το καθαρό ποσό που προσδοκά η οικονομική οντότητα να λάβει για ένα περιουσιακό στοιχείο στο τέλος της ωφέλιμης ζωής του μετά την αφαίρεση του αναμενόμενου κόστους διάθεσης. (Δ.Λ.Π.16.6). Λογιστικός Ασφαλιστικός Φοροτεχνικός & Νομικός Σύμβουλος. "Γλωσσάριο Δ.Λ.Π - Δ.Π.Χ.Π".

τάσεων και διαφόρων άλλων παραγόντων (π.χ. παλαιότητα κ.λπ.) που παρουσιάζει ο τομέας των ακινήτων αφετέρου λόγω της δυσκολίας προσδιορισμού και καταμερισμού της αξίας των οικοπέδων ή γηπέδων μέσα στο οποίο βρίσκεται το υπό μίσθωση ακίνητο.

Στην περίπτωση της χρηματοδοτικής μίσθωσης ακινήτων οι εκμισθωτές αντιμετωπίζουν επιπλέον αυξημένο κίνδυνο λόγω αδυναμίας φυσικής μετακίνησης του μισθωμένου ακινήτου. Υπάρχει δηλαδή περίπτωση το μισθωμένο ακίνητο κατά την διάρκεια της μίσθωσης να καταστεί μη αποδοτικό για τον μισθωτή δεδομένου ότι επ' αυτού ασκείται κάποια επαγγελματική δραστηριότητα ή να χάσει σημαντικό μέρος της αξίας του λόγω τυχόν αρνητικών επεμβάσεων στον περιβάλλοντα χώρο.

Ο νομοθέτης λόγω της σημαντικότητας που παρουσιάζουν τα ακίνητα για την οικονομική δραστηριότητα της χώρας αλλά και λόγω των ιδιαίτερων χαρακτηριστικών που παρουσιάζουν αυτά ως εμπράγματα διασφαλίσεις κάθε εμπλεκόμενου συμβαλλόμενου υπέβαλε υποχρεωτικά την σύναψη τέτοιων συμβάσεων μίσθωσης με συμβολαιογραφικό έγγραφο και υποχρέωση διπλής δημοσιότητας⁵⁵. Οι σημαντικές αυτές ιδιομορφίες που χαρακτηρίζουν τα ακίνητα οδήγησε στην δημιουργία εξειδικευμένων εταιρειών χρηματοδοτικής μίσθωσης που ασχολούνται μόνο με εργασίες χρηματοδοτικής μίσθωσης στον κλάδο των ακινήτων.

Στην Ελλάδα ο θεσμός της χρηματοδοτικής μίσθωσης επεκτάθηκε στα ακίνητα με το άρθρο 11 του ν. 2367/1995. Είναι σαφές ότι ο νομοθέτης επέλεξε την θεσμοθέτηση της χρηματοδοτικής μίσθωσης στα ακίνητα μέσω προσθηκών και τροποποιήσεων στο προϋπάρχον νομοθετικό πλαίσιο της χρηματοδοτικής μίσθωσης για κινητά αντικείμενα (Ν.1665/1986). Αργότερα με το άρθρο 24 του Ν. 2520/1997 επεκτάθηκε η χρήση του και στις αγροτικές εκτάσεις. Με το άρθρο 27 του Ν. 2682/1999 θεσμοθετήθηκε η χρηματοδοτική μίσθωση υπό την μορφή πώληση και επαναμίσθωση (sale and lease back) και διασαφηνίστηκε η μίσθωση κτισμάτων επί οικοπέδων. Έτσι όπως διαμορφώθηκε η σχετική νομολογία η χρηματοδοτική μίσθωση αφορά ακίνητα τα οποία μπορούν να μισθώσουν φυσικά ή νομικά πρόσωπα αποκλειστικά για επαγγελματική ή εμπορική χρήση

⁵⁵ Σύμφωνα με την § 3 του άρθρου 1 του ν 1665/1986. «Η σχετική σύμβαση, καθώς και κάθε τροποποίηση αυτής καταρτίζεται υποχρεωτικά, στην περίπτωση ακινήτων με συμβολαιογραφικό έγγραφο. Οι συμβάσεις αυτές εγγράφονται στα βιβλία μεταγραφών του αρμόδιου υποθηκοφυλακείου της περιφέρειας του μισθωμένου ακινήτου και στο βιβλίο του άρθρου 5 του ν.δ. 1038/1949 του Πρωτοδικείου Αθηνών». Μηχανή αναζήτησης ελληνικής νομοθεσίας - kodiko.gr. "Νόμος 1665 ΦΕΚ Α' 194/4.12.1986", https://www.kodiko.gr/nomologia/document_navigation/11709 Πρόσβαση στις 21 Σεπτεμβρίου 2018.

(επαγγελματική στέγη), με εξαίρεση την αγορά ακινήτου από ελεύθερο επαγγελματία, η οποία δεν επιτρέπεται να αποτελέσει αντικείμενο leasing. Η διάρκεια της χρηματοδοτικής μίσθωσης ακινήτου δεν μπορεί να είναι μικρότερη των 10 ετών. Τα υπό μίσθωση ακίνητα με χρηματοδοτική μίσθωση μπορεί να είναι αγροτικές εκτάσεις, οριζόντιες και κάθετες ιδιοκτησίες με κτίσματα μετά του ποσοστού του οικοπέδου που αναλογεί σε αυτά, σε συνάρτηση με τη συνολική δομήσιμη επιφάνεια του οικοπέδου, καθώς και ο χώρος που θα χρησιμοποιηθεί αποκλειστικά ως χώρος στάθμευσης αυτοκινήτων. Αντίθετα, η σύναψη χρηματοδοτικής μίσθωσης με αντικείμενο ένα μη οικοδομημένο οικόπεδο προκειμένου ο μισθωτής να το χρησιμοποιήσει ως υπαίθριο σταθμό αυτοκινήτων, εναπόθεση υλικών ή ως θερινό κινηματογράφο ή πραγματοποίηση εκθέσεων δεν είναι επιτρεπτή⁵⁶.

Σε επίπεδο φοροαπαλλαγών που σχετίζονται με τον τομέα χρηματοδοτικής μίσθωσης ακινήτων, σύμφωνα με το άρθρο 6 του Ν. 1665/1986⁵⁷ αυτά απαλλάσσονται από φόρο μεταβίβασης ακινήτων (Φ.Μ.Α.) στις εξής περιπτώσεις :

Όταν γίνεται μεταβίβαση ακινήτου από την εκμισθώτρια εταιρία προς το μισθωτή κατά τη λήξη της χρηματοδοτικής μίσθωσης, Αντίθετα, η εκμισθώτρια εταιρεία υπάγεται σε Φ.Μ.Α. κατά την αγορά του ακινήτου από τρίτον καθ' υπόδειξη του μισθωτή, ενώ απαλλάσσεται από αυτόν στην περίπτωση του sale and lease back.

Η απαλλαγή αίρεται :

- ✓ αν το ακίνητο αγοραστεί από τον μισθωτή πριν την πάροδο μιας τριετίας από την έναρξη της μίσθωσης.
- ✓ αν ο μισθωτής μεταβιβάσει τα δικαιώματα και τις υποχρεώσεις που απορρέουν από την σύμβαση σε τρίτον.
- ✓ αν το ακίνητο παραμείνει στην κυριότητα της εταιρείας χρηματοδοτικής μίσθωσης λόγω μη εξόφλησης του συμφωνηθέντος τιμήματος.
- ✓ αν μεταβιβασθεί από την εταιρεία χρηματοδοτικής μίσθωσης σε τρίτο.

Στις περιπτώσεις αυτές καταβάλλεται εφάπαξ ο φόρος που αναλογεί στην αξία του ακινήτου κατά το χρόνο άρσης της απαλλαγής, εκτός αν ο φόρος που αναλογεί στην αξία του ακινήτου ή στο δηλωθέν τίμημα κατά το χρόνο χορήγησης αυτής είναι μεγαλύτερος οπότε καταβάλλεται ο μεγαλύτερος αυτός φόρος. Εξαιρούνται από την απαλλαγή οι

⁵⁶ Μάζης, *Η χρηματοδοτική μίσθωση...*, 190 (βλ. υποσημείωση 503)

⁵⁷ Μηχανή αναζήτησης ελληνικής νομοθεσίας - kodiko.gr. "Νόμος 1665 ΦΕΚ Α'194/4.12.1986".

συμβάσεις αγοράς ακινήτων στις οποίες αντισυμβαλλόμενος είναι εξωχώρια εταιρεία (offshore).

Σχετικά με το Φόρο προστιθέμενης αξίας (Φ.Π.Α.) τα μισθώματα που εισπράττονται από την χρηματοδοτική μίσθωση ακινήτων απαλλάσσονται από τον Φ.Π.Α, με εξαίρεση τα μισθώματα που εισπράττονται από την χρηματοδοτική μίσθωση βιομηχανοστασίων⁵⁸. Επίσης, καταλογίζεται Φ.Π.Α κατά την αγορά ακινήτου όταν ο εκμισθωτής είναι παράλληλα και κατασκευαστής και είναι η πρώτη μεταβίβαση ακινήτου.

⁵⁸ Μάζης, *Η χρηματοδοτική μίσθωση...*, 232

4. ΤΟ ΘΕΣΜΙΚΟ ΚΑΙ ΛΟΓΙΣΤΙΚΟ ΠΛΑΙΣΙΟ ΤΟΥ LEASING

4.1 Η θεσμοθέτηση της χρηματοδοτικής μίσθωσης στο εξωτερικό

Η ευρεία διάδοση και χρήση του leasing τόσο στις χώρες της Ευρώπης όσο και στις Η.Π.Α οδήγησε στην ανάγκη δημιουργίας και ενσωμάτωσης στα ιδιωτικά δίκαια αυτών των κρατών ενός νομοθετικού πλαισίου που θα όριζε τις ιδιότυπες σχέσεις των συμβαλλόμενων μερών που συμμετέχουν και τις νομικές προεκτάσεις πάνω στις οικονομικές πράξεις που η σύμβαση της χρηματοδοτικής μίσθωσης δημιουργεί. Με άλλα λόγια για την διασφάλιση των δικαιωμάτων και των υποχρεώσεων που απορρέουν από την σύμβαση της χρηματοδοτικής μίσθωσης ανέκυψε η ανάγκη ορισμού του περιεχομένου και των κανόνων που την διέπουν.

Αν και η αντιμετώπιση του leasing σε νομικό επίπεδο από χώρα σε χώρα διαφέρει, εντούτοις σε αρκετές περιπτώσεις διακρίνονται κοινά σημεία. Αξίζει να αναφερθεί ότι το leasing ως συναλλακτική πρακτική των επιχειρήσεων προϋπήρχε πολύ πριν τα κράτη προβούν στην δημιουργία νομοθετημάτων για τον προσδιορισμό του θεσμού, όπως των γνωρίζουμε σήμερα.⁵⁹ Συγκεκριμένα, από τις ευρωπαϊκές χώρες μόνο στην Γαλλία και στο Βέλγιο ρυθμίζεται νομοθετικά η σύμβαση χρηματοδοτικής μίσθωσης ως ειδική κατηγορία μίσθωσης. Στην Γαλλία ορίζεται ως δικαιοπραξία που αφορά μίσθωση επιχειρησιακού εξοπλισμού και αγορά του στην λήξη. Προβλέπεται επίσης διπλή δημοσιότητα τόσο στις οικονομικές καταστάσεις του μισθωτή όσο και σε ειδικό βιβλίο του Πρωτοδικείου της έδρας του μισθωτή. Στο Βέλγιο θεσπίστηκαν ιδιαίτεροι κανόνες σύμφωνα με τους οποίους η διάρκεια της σύμβασης θα πρέπει να συμπίπτει με την οικονομική ζωή του μίσθιου και να προβλέπεται το δικαίωμα προαίρεσης για τον μισθωτή σε τιμή ίση περίπου προς την εμπορική ή υπολειμματική αξία του παγίου κατά την λήξη της σύμβασης. Στην Ιταλία απλά δίνεται ο ορισμός της χρηματοδοτικής μίσθωσης χωρίς όμως να ρυθμίζονται ειδικότερα θέματα της σύμβασης. Στην Γερμανία η χρηματοδοτική μίσθωση υπάγεται στους γενικούς κανόνες του Αστικού Κώδικα για τις μισθώσεις και στους ειδικούς κανόνες των εμπορικών συμβάσεων του νόμου του 1977, ενώ απουσιάζει οποιαδήποτε υποχρέωση δημοσιότητας με αποτέλεσμα η προστασία του δικαιώματος κυριότητας του εκμισθωτή έναντι του μισθωτή ή τρίτων να διασφαλίζεται μέσω σύνταξης ποικίλων και

⁵⁹ Βλ. και Ιστορική Αναδρομή του Leasing σελ.18

πολύπλοκων συμβολαίων που οριοθετούν τα δικαιώματα αυτά καθώς επαφίεται στην ιδιωτική αυτονομία των εμπλεκόμενων μερών.

Στις Η.Π.Α. η χρηματοδοτική μίσθωση διαχωρίζεται σε αληθή και μη αληθή με γνώμονα κατά πόσο προβλέπεται δικαίωμα προαίρεσης αγοράς κατά την λήξη της σύμβασης. Αν προβλέπεται τέτοιο δικαίωμα η χρηματοδοτική μίσθωση θεωρείται μη αληθή και ταυτίζεται με την πώληση. Στις μη αληθείς συμβάσεις μίσθωσης δεν προβλέπεται κάποια διατύπωση δημοσιότητας των όρων της σύμβασης κατά συνέπεια το προστατευόμενο δικαίωμα του εκμισθωτή πάνω στο μίσθιο προσιδιάζει με δικαίωμα εμπράγματης ασφάλειας παρά με δικαίωμα κυριότητας. Το γεγονός αυτό, δηλαδή της μη εξασφάλισης κυριότητας του μισθίου από την πλευρά του εκμισθωτή, αποσκοπεί επίσης και στην απαλλαγή του από το τεκμήριο ευθύνης έναντι του μισθωτή που δικαιωματικά ανήκει στον πωλητή - προμηθευτή του πράγματος. Στην Μεγάλη Βρετανία η χρηματοδοτική μίσθωση ρυθμίζεται τόσο από διατάξεις του Κοινού δικαίου που διέπουν την μίσθωση κινητών πραγμάτων όσο και από διατάξεις του θετικού δικαίου που διέπουν την καταναλωτική πίστη και τους αθέμιτους συμβατικούς όρους και λογίζεται ως πώληση με ενέχυρο ή πώληση υπό αίρεση. Η αγγλική προσέγγιση, αντίθετα, δέχεται μεν ότι η νομική κυριότητα του πράγματος ανήκει στον εκμισθωτή μέχρι την λήξη της σύμβασης, αλλά σε περίπτωση που ο μισθωμένος εξοπλισμός αποτελεί συστατικό μέρος ενός κύριου πράγματος (π.χ. ακινήτου) δεν προβλέπονται ειδικές ρυθμίσεις που να διασφαλίζουν την προστασία του εκμισθωτή πάνω στο μίσθιο παρά μόνο μέσω ρητών διατυπώσεων του μισθωτή που προβλέπονται στις συμβάσεις μίσθωσης, με τις οποίες αναγνωρίζεται το δικαίωμα αφαίρεσης του μισθωμένου πράγματος. Σχετικά με το τεκμήριο ευθύνης του εκμισθωτή έναντι του μισθωτή αυτό λόγω και της παρακράτησης της κυριότητας από τον εκμισθωτή ενυπάρχει, με εξαίρεση την περίπτωση της αμέλειας⁶⁰.

Τις συγκλίνουσες και αποκλίνουσες διαφοροποιήσεις στα νομικά πλαίσια των παραπάνω χωρών ήρθε να καλύψει το Σχέδιο Διεθνούς Συνθήκης⁶¹ για την θέσπιση

⁶⁰ Γαλάνης, *Leasing, Factoring...*, 23 – 37, Μάζης, *Η χρηματοδοτική μίσθωση...*, 12 – 15

⁶¹ Με πρωτοβουλία του Διεθνούς Ινστιτούτου για την Ενοποίηση του Ιδιωτικού Δικαίου (UNIDROIT), το Μάιο του 1988, στην Οττάβα του Καναδά, πραγματοποιήθηκε διεθνής διπλωματική συνδιάσκεψη με θέμα το διεθνές leasing, στην οποία συμμετείχαν 55 κράτη. Το αποτέλεσμα αυτής της συνδιάσκεψης ήταν ένα σχέδιο Διεθνούς Σύμβασης για την χρηματοδοτική μίσθωση, όπου 20 κράτη την έχουν συνυπογράψει/επικυρώσει μέχρι σήμερα, στα οποία δεν συμπεριλαμβάνεται η Ελλάδα.

International Institute for the Unification of Private Law, "Status - UNIDROIT Convention on International Financial Leasing", 1988,

<https://www.unidroit.org/status-leasing-conv-1988> Πρόσβαση στις 23 Σεπτεμβρίου 2018.

ενιαίων κανόνων χρηματοδοτικών μισθώσεων που λαμβάνουν χώρα σε διεθνή κλίμακα. Είναι εύλογο ότι η διεθνής σύμβαση leasing λειτούργησε ως φορέας ενοποίησης των θετικών δικαίων των χωρών αναφορικά με το leasing και υπέρβασης των νομικών εμποδίων που ενδεχομένως ανακύπτουν στην απρόσκοπτη εφαρμογή συμβάσεων χρηματοδοτικής μίσθωσης μεταξύ κρατών/μελών του φορέα υλοποίησης του σχεδίου (UNIDROIT). Είναι επίσης προφανές ότι και κράτη τα οποία δεν είχαν εισαγάγει στα ιδιωτικά δικά τους κάποιο νομοθετικό πλαίσιο εφαρμογής του leasing δεν θα απομακρυνθούν από την ρύθμιση της διεθνούς αυτής σύμβασης και θα φροντίσουν να την ακολουθήσουν για να αποφευχθεί και σύγκρουση ανάμεσα σε αυτήν και στη ρύθμιση του εσωτερικού τους δικαίου. Επίσης, όμως και κράτη που έχουν ήδη εισαγάγει νομοθετικά τον θεσμό του leasing, όπως η Γαλλία, το Βέλγιο και η Ελλάδα, θα φροντίσουν να προβούν σε μεταρρυθμίσεις και τροποποιήσεις σε σημεία που η ρύθμιση τους διαφέρει από εκείνη της διεθνούς σύμβασης.⁶²

Αναγκαία επομένως καθίσταται η έκθεση⁶³ των βασικότερων αρχών και κανόνων εμπορικού και αστικού δικαίου που εισαγάγει, για τους λόγους που αναφέρθηκαν παραπάνω. Στο προοίμιο της σύμβασης γίνεται μνεία για τους λόγους που την κατέστησαν αναγκαία και διακηρύσσονται οι σκοποί που επιδιώκονται μέσω αυτής να εκπληρωθούν. Ως βασικοί λόγοι αναγκαιότητας της υιοθέτησης μιας διεθνούς σύμβασης για το leasing από τα συμβαλλόμενα κράτη – μέλη είναι ο καθορισμός ορισμένων ενιαίων κανόνων για την δικαιοπραξία του διεθνούς leasing, ώστε να αρθούν τα νομικά εμπόδια στο θεσμό με τρόπο όμως που θα προάγει ισορροπημένα τα συμφέροντα των εμπλεκόμενων μερών της συναλλαγής. Επίσης στο προοίμιο γίνεται διαχωρισμός της απλής μίσθωσης με το leasing επισημαίνοντας την τριγωνική σχέση που οι συναλλαγές της χρηματοδοτικής μίσθωσης δημιουργούν.

Η UNIDROIT (International Institute for the Unification of Private Law), ιδρύθηκε το 1926, αποτελεί διεθνή φορέα ο οποίος λειτουργεί ως αυτόνομος διακυβερνητικός οργανισμός, σκοπός του οποίου είναι η μελέτη των μέσων εναρμόνισης και σύγκλισης του ιδιωτικού δικαίου των κρατών και η σταδιακή προετοιμασία της υιοθέτησης από τα κράτη-μέλη των ενοποιημένων κανόνων ιδιωτικού δικαίου. Εδρεύει στη Ρώμη και τα κράτη-μέλη ανέρχονται στα εξήντα τρία μεταξύ αυτών και η Ελλάδα.
International Institute for the Unification of Private Law, "History and Overview", <https://www.unidroit.org/about-unidroit/overview> Πρόσβαση στις 23 Σεπτεμβρίου 2018.

⁶² Μάζης, *Η χρηματοδοτική μίσθωση...*, 71

⁶³ Γαλάνης, *Leasing, Factoring...*, 37 – 40, Μάζης, *Η χρηματοδοτική μίσθωση...*, 69 – 83
International Institute for the Unification of Private Law - Unidroit.org. "UNIDROIT Convention on International Financial Leasing", Ottawa, 1988.

Στο άρθρο 1 δεν περιέχεται ορισμός της δικαιοπραξίας του leasing αλλά καταγραφή των κύριων χαρακτηριστικών του που το διαφοροποιεί από άλλες παραπλήσιες συναλλακτικές μορφές με εξαίρεση σε ότι αφορά το δικαίωμα προαίρεσης αγοράς ή επαναμίσθωσης του πράγματος υπέρ του μισθωτή, όπου η δ.σ. δεν το καθιστά υποχρεωτικό. Συγκεκριμένα, η διάταξη ορίζει ότι ο εκμισθωτής – εταιρεία leasing συνάπτει με τις οδηγίες του μισθωτή και με όρους της αποδοχής του μια σύμβαση προμήθειας ενός αγαθού που το παραχωρεί σε αυτόν με το δικαίωμα να το χρησιμοποιεί έναντι καταβολής μισθωμάτων σύμφωνα με την σύμβαση που συνάπτει μαζί του και η οποία παρουσιάζει τα εξής χαρακτηριστικά : α) η επιλογή του υλικού και του προμηθευτή να γίνεται κατά κύριο λόγο από τον μισθωτή, β) η απόκτηση του υλικού να ανατίθεται στον εκμισθωτή με βάση τη σύμβαση leasing που έχει ήδη συναφθεί ή πρόκειται να συναφθεί και της οποίας ο προμηθευτής έχει λάβει γνώση και γ) τα μισθώματα που συμφωνούνται έχουν υπολογιστεί με τέτοιο τρόπο ώστε να λαμβάνεται υπόψη η ολοκληρωτική ή κατά ένα σημαντικό μέρος απόσβεση του κόστους του μίσθιου.

Με το άρθρο 3⁶⁴ ορίζεται ο γεωγραφικός χώρος εφαρμογής των ενιαίων κανόνων και συγκεκριμένα για την εφαρμογή των διατάξεων της δ.σ. απαιτείται η συνύπαρξη δύο κριτηρίων: α) του τοπικού στοιχείου της εγκατάστασης του εκμισθωτή και του μισθωτή – όχι του προμηθευτή – σε διαφορετικά κράτη και β) της υπαγωγής στη δ.σ. των κρατών όπου αυτοί και ο προμηθευτής είναι εγκαταστημένοι ή της υπαγωγής των δύο συμβάσεων (προμήθειας και χρηματοδοτικής μίσθωσης) στο δίκαιο ενός συμβαλλόμενου στη δ.σ. κράτους. Σε αυτή την περίπτωση εφαρμόζονται είτε οι κανόνες του εφαρμοστέου κατά περίπτωση ιδιωτικού διεθνούς δικαίου είτε το δίκαιο ενός κράτους που έχει γίνει συμβαλλόμενο στη δ.σ., εφόσον αυτό προβλέπεται ρητά στις δύο συμβάσεις.

Άρρηκτα συνδεδεμένο με το προηγούμενο άρθρο είναι το άρθρο 4 όπου προβλέπεται ότι η σύμβαση δεν παύει να εφαρμόζεται από μόνο το γεγονός της τυχόν ενσωμάτωσης ή προσαρμογής του εξοπλισμού σε ακίνητο, οπότε τα ζητήματα που ανακύπτουν σχετικά με τα δικαιώματα της εταιρείας leasing και αυτών που έχουν εμπράγματα δικαιώματα στο ακίνητο διέπονται από το δίκαιο του κράτους της τοποθεσίας του ακινήτου αυτού.

Τα άρθρα 7 – 14 αναφέρονται στα δικαιώματα και υποχρεώσεις των συμβαλλόμενων στη σύμβαση διεθνούς leasing. Στο άρθρο 7 ορίζεται ότι τα εμπράγματα δικαιώματα της εταιρείας leasing στο μίσθιο υπερισχύουν έναντι του συνδίκου της πτώχευσης και των

⁶⁴ Βλ. Υποσημείωση 8, σελ 18

πιστωτών του μισθωτή, περιλαμβανομένων και εκείνων που είναι κάτοχοι ενός εκτελεστού τίτλου, προσωρινού ή οριστικού. Απαραίτητη προϋπόθεση σύμφωνα με την § 2 είναι η τήρηση των κανόνων δημοσιότητας για να διατηρηθεί άθικτο και αντιτάξιμο το δικαίωμα της εταιρείας leasing πάνω στο μίσθιο. Στην § 3 ορίζεται με αρκετή λεπτομέρεια ποιος είναι κάθε φορά ο εφαρμοστέος νόμος για αυτά τα θέματα. Ως βασικό κριτήριο είναι το τοπικό στοιχείο αναφορικά με το μίσθιο και πιο συγκεκριμένα ορίζεται ότι εφαρμόζεται το δίκαιο εκείνο του κράτους όπου αυτό έχει τοποθετηθεί και όχι το κράτος εγκατάστασης του μισθωτή. Ειδικότερα για αεροσκάφη και πλοία ορίζεται ότι εφαρμόζεται το δίκαιο του κράτους, στο μητρώο του οποίου αυτά έχουν καταχωρηθεί, δηλαδή με βάση την εθνικότητα που αυτά έχουν αποκτήσει. Σχετικά με κινητά που μπορούν να μεταφερθούν από χώρα σε χώρα όπως κινητήρες αεροσκαφών κ.λπ., εφαρμόζεται το δίκαιο του κράτους της κύριας εγκατάστασης του μισθωτή.

Στο άρθρο 8 γίνεται αναφορά για την απαλλαγή ευθύνης της εκμισθώτριας εταιρείας έναντι του μισθωτή ή τρίτων, περιλαμβάνοντας κάποιες εξαιρέσεις. Πιο συγκεκριμένα η εταιρεία leasing είναι απαλλαγμένη από οποιαδήποτε ευθύνη έναντι του μισθωτή ή τρίτων εκτός κι αν ο μισθωτής υποστεί ζημιά εξαιτίας τυχόν ανάμιξης της του στην επιλογή του εξοπλισμού, των χαρακτηριστικών ή του προμηθευτή. Επίσης σύμφωνα με την § 2 του ίδιου άρθρου η εκμισθώτρια εταιρεία είναι υπεύθυνη για νομικά κωλύματα που τυχόν προκύψουν σχετικά με το μίσθιο όπως διατάραξη της κατοχής και χρήσης του μίσθιου από τον μισθωτή από τρίτο πρόσωπο που ισχυρίζεται ότι έχει δικαίωμα κυριότητας ή που διεκδικεί δικαίωμα κυριότητας μέσω δικαστικής οδού, και εφόσον το εν λόγω δικαίωμα ή η αξίωση δεν προέρχεται από πράξη ή παράλειψη του μισθωτή.

Στο άρθρο 9 αναφέρεται η βασική υποχρέωση του μισθωτή σχετικά με την χρήση και φυσική κατάσταση του μίσθιου και ορίζεται ότι οφείλει να μεριμνά γι' αυτό και να το χρησιμοποιεί με λογικό τρόπο, διατηρώντας το στην κατάσταση που του παραδόθηκε, λαμβάνοντας υπόψη την φθορά από την συνηθισμένη χρήση και κάθε άλλη συμφωνημένη από τα μέρη μεταβολή του, οφείλει να το επιστρέψει στην κατάσταση αυτή στο τέλος της σύμβασης, εφόσον δεν ασκήσει δικαίωμα αγοράς ή διατήρησης του εξοπλισμού για περαιτέρω χρονική περίοδο.

Με το άρθρο 10 εισάγεται από πλευράς δικονομίας μια τολμηρή ρύθμιση, αναγνωρίζοντας στον μισθωτή το δικαίωμα να στραφεί απευθείας κατά του πωλητή αξιώνοντας την εκπλήρωση των υποχρεώσεων που απορρέουν από την σύμβαση

προμήθειας σαν να ήταν συμβαλλόμενο μέρος της συμφωνίας αυτής και σαν να επρόκειτο να παραδοθεί απευθείας στον μισθωτή. Ειδικότερα αυτό μπορεί να συμβεί σε περιπτώσεις αδυναμίας παροχής του μίσθιου ή έλλειψης των ιδιοτήτων που έχουν συμφωνηθεί ή και απόκρυψης ελαττωμάτων στο μίσθιο. Ωστόσο, ο προμηθευτής δεν ευθύνεται τόσο στον εκμισθωτή όσο και στον μισθωτή για την ίδια ζημία. Συνέπεια των παραπάνω στην § 2 του ίδιου άρθρου διευκρινίζεται ότι δεν παρέχεται στον μισθωτή δικαίωμα να τερματίσει ή να ακυρώσει τη σύμβαση προμήθειας χωρίς τη συγκατάθεση του εκμισθωτή.

Προς επίρρωση του άρθρου 10 το άρθρο 11 επισημαίνει ότι τα δικαιώματα του μισθωτή που απορρέουν από τη σύμβαση προμήθειας σύμφωνα με την δ.σ. δεν επηρεάζονται από μεταβολή οποιουδήποτε όρου της σύμβασης προμήθειας που είχε προηγουμένως εγκριθεί από τον μισθωτή, εκτός αν συναινέσει στην τροποποίηση αυτή.

Ιδιαίτερη βαρύτητα έχει το άρθρο 12 της δ.σ. που αναφέρεται στα παρεχόμενα δικαιώματα του μισθωτή, σε τυχόν ανώμαλη εξέλιξη της συναλλαγής, εξαιτίας της μη εκπλήρωσης των συμβατικών υποχρεώσεων της μισθώτριας εταιρείας. Σύμφωνα με αυτό (§1), σε περίπτωση μη παράδοσης ή καθυστερημένης παράδοσης ή παράδοσης ενός υλικού που δεν συμμορφώνεται με την σύμβαση προμήθειας, ο μισθωτής έχει το δικαίωμα έναντι του εκμισθωτή να απορρίψει τον εξοπλισμό ή να τερματίσει τη σύμβαση μίσθωσης και αυτή αντίστοιχα έχει το δικαίωμα να επιδιώξει την εκπλήρωση της υποχρέωσής της να παραδώσει το υλικό σύμφωνα με τη σύμβαση προμήθειας, σαν να είχε συμφωνήσει ο μισθωτής να αγοράσει τον εξοπλισμό από τον εκμισθωτή υπό τους ίδιους όρους με εκείνους της σύμβασης προμήθειας. Επίσης σύμφωνα με την § 3 του ίδιου άρθρου ο μισθωτής δύναται να παρακρατήσει τα ενοίκια που καταβάλλονται βάσει της σύμβασης μίσθωσης έως ότου ο εκμισθωτής αποκαταστήσει τη μη προσφορά εξοπλισμού σύμφωνα με τη σύμβαση προμήθειας και στην επόμενη παράγραφο (§ 4) ορίζεται ότι αν τελικά προβεί σε καταγγελία της σύμβασης μπορεί να ανακτήσει τα ενοίκια και άλλα προκαταβολικά ποσά, μείον κάποιου εύλογου ποσού για οποιοδήποτε όφελος που προέκυψε από την χρήση του εξοπλισμού.

Εξίσου ενδιαφέρον παρουσιάζει και το άρθρο 13 αφού οριοθετεί τα δικαιώματα της μισθώτριας εταιρείας έναντι του μισθωτή σε περίπτωση μη ομαλής εξέλιξης της σύμβασης μίσθωσης. Συγκεκριμένα, με τη §1 του άρθρου αυτού ορίζεται ότι σε περίπτωση μη εκπλήρωσης των υποχρεώσεων του μισθωτή, η μισθώτρια εταιρεία μπορεί να αξιώσει τα καθυστερημένα μισθώματα μαζί με τόκους και αποζημίωση. Σε περίπτωση όμως

ουσιώδους παράβασης (§ 2), δικαιούται να αξιώσει επιπλέον και τα μελλοντικά, εφόσον κάτι τέτοιο προβλέπεται από την σύμβαση ή να καταγγείλει την σύμβαση και μετά την καταγγελία α) να ανακτήσει την κατοχή του εξοπλισμού και (β) να εισπράξει ως αποζημίωση το ποσό εκείνο που θα τη θέσει στην κατάσταση που θα βρισκόταν αν ο μισθωτής εκτελούσε τη σύμβαση μίσθωσης σύμφωνα με τους όρους της. Επίσης στην § 3 ορίζεται ότι τα μέρη μπορούν να καθορίσουν στη σύμβαση τον τρόπο υπολογισμού της αποζημίωσης που είναι δυνατό να εισπραχθεί, αλλά η συμφωνία αυτή θα είναι ισχυρή για τα συμβαλλόμενα μέρη εφόσον η καταβολή αποζημίωσης δεν υπερβαίνει σημαντικά την αποζημίωση που προβλέπεται στην § 2. Με την § 4 σε συνέχεια των παραπάνω ορίζεται ότι όταν ο εκμισθωτής έχει καταγγείλει τη σύμβαση μίσθωσης, δεν δικαιούται να επιβάλει μια ρήτρα, η οποία να προβλέπει την πληρωμή των μελλοντικών μισθωμάτων, παρά μόνο σε όσο μέτρο μπορούν αυτά να ληφθούν υπόψη για τον υπολογισμό της αποζημίωσης που είναι δυνατό να πληρωθεί σύμφωνα με τα οριζόμενα στις παραπάνω παραγράφους 2 (β) και 3, τις οποίες με ρητή απαγορευτική διάταξη δεν μπορούν τα μέρη να καταργήσουν ή να τροποποιήσουν κατ' αποτέλεσμα. Στην § 5⁶⁵ ορίζεται ότι η εταιρεία leasing δεν μπορεί να αξιώσει την πληρωμή των άληκτων μισθωμάτων, ούτε καν να καταγγείλει την σύμβαση κατ' εφαρμογή της § 2 του ίδιου άρθρου, παρά μόνο εφόσον προηγουμένως προσφέρει στον μισθωτή μια εύλογη δυνατότητα αποκατάστασης της αθέτησης, όταν τουλάχιστον αυτό είναι δυνατό, ενώ στην § 6 ορίζεται ότι ο εκμισθωτής δεν δικαιούται να ζητήσει αποζημίωση στο μέτρο που δεν έλαβε όλα τα εύλογα μέτρα για να μετριάσει τη ζημία του.

Κλείνοντας με τα βασικότερα σημεία της δ.σ. στο άρθρο 14 § 1, ορίζεται ότι ο εκμισθωτής μπορεί να μεταβιβάσει μερικά ή ολικά τα δικαιώματα του πάνω στο μίσθιο ή να εκχωρήσει όσα απορρέουν από τη σύμβαση leasing (δηλ. τα μισθώματα), δυνατότητα που έχει ιδιαίτερη σημασία στις περιπτώσεις που το κόστος αγοράς του μίσθιου είναι πολύ υψηλό οπότε γίνεται αναγκαία η προσφυγή από την μισθώτρια εταιρεία σε δανεισμό, προκειμένου να συγκεντρώσει το απαιτούμενο ποσό (Leveraged Leasing). Η μεταβίβαση αυτή δεν απαλλάσσει τον εκμισθωτή από τις υποχρεώσεις του βάσει της σύμβασης μίσθωσης ούτε μπορεί να μεταβάλλει τη φύση της ούτε και τη νομική της μεταχείριση όπως προβλέπεται στην παρούσα σύμβαση. Αντίστοιχα στην § 2 του ίδιου άρθρου ορίζεται ότι ο μισθωτής μπορεί να μεταβιβάσει το δικαίωμα στη χρήση του μίσθιου ή

⁶⁵ Η διάταξη αυτή όπως και η επόμενη (§ 6) δεν είναι μέσα στις οριζόμενες στο άρθρο 5 § 2 ως υποχρεωτικού χαρακτήρα, με αποτέλεσμα την δυνατότητα των μερών να συνομολογήσουν τη μη ισχύ τους, με τον περιορισμό βέβαια της μη κατάχρησης των δικαιωμάτων του μισθωτή.

οποιοδήποτε άλλου δικαιώματος βάσει της σύμβασης μίσθωσης μόνο με τη συγκατάθεση του εκμισθωτή και με την επιφύλαξη δικαιωμάτων τρίτων.

4.2 Η θεσμοθέτηση της χρηματοδοτικής μίσθωσης στην Ελλάδα –

Νομοθετικό Πλαίσιο (Ν. 1665/1986)

Η θεσμός της χρηματοδοτικής μίσθωσης εισήχθη στην ελληνική αγορά με τον Ν. 1665/1986. Αρχικά, η εν λόγω σύμβαση είχε εφαρμογή μόνο σε κινητά αντικείμενα και αργότερα με τον Ν. 2367/1995 (άρθρο 11) η χρήση της επεκτάθηκε και σε ακίνητα. Έτσι σήμερα, με τον τροποποιημένο και συμπληρωμένο Ν 1665/1986⁶⁶, η χρηματοδοτική μίσθωση ορίζεται (§ 1 άρθρο 1) ως η σύμβαση εκείνη βάσει της οποίας **«ο εκμισθωτής υποχρεούται να παραχωρεί έναντι μισθώματος τη χρήση πράγματος, κινητού ή ακινήτου, ή και των δύο μαζί, που προορίζεται αποκλειστικά για επαγγελματική χρήση του αντισυμβαλλομένου, παρέχοντας στον αντισυμβαλλόμενο του συγχρόνως το δικαίωμα είτε να αγοράσει το πράγμα είτε να ανανεώσει τη μίσθωση για ορισμένο χρόνο. Οι συμβαλλόμενοι έχουν την ευχέρεια να ορίσουν ότι το δικαίωμα αγοράς μπορεί να ασκηθεί και πριν από τη λήξη του χρόνου της μίσθωσης»**. Επίσης, αντικείμενο χρηματοδοτικής μίσθωσης σύμφωνα με την § 2 του ίδιου άρθρου μπορεί να είναι κινητό ή ακίνητο που αγόρασε προηγουμένως ο εκμισθωτής από τον μισθωτή – ορισμός του sale and lease back. Εξαιρέση αποτελεί η αγορά ακινήτου από ελεύθερο επαγγελματία.

Όπως παρατηρούμε ο παραπάνω ορισμό δεν θέτει κανένα περιορισμό για το είδος της επαγγελματικής χρήσης για την οποία θα χρησιμοποιηθεί το μίσθιο ή για το πρόσωπο που θα προβεί στην εν λόγω χρησιμοποίηση. Κατά συνέπεια τεκμαίρεται ότι η χρήση μπορεί να αφορά οποιαδήποτε βιομηχανική, βιοτεχνική, τουριστική, γεωργική και εν γένει εμπορική εκμετάλλευση όπως επίσης και για την άσκηση ελευθέρου επαγγέλματος. Σχετικά, με τον ιδιότητα του μισθωτή μπορεί να είναι οποιοδήποτε φυσικό ή νομικό πρόσωπο χωρίς να εξαιρείται το Δημόσιο, Ν.Π.Δ.Δ., δημόσιοι και ασφαλιστικοί οργανισμοί κ.λπ.

⁶⁶Μηχανή αναζήτησης ελληνικής νομοθεσίας - kodiko.gr. "Νόμος 3483 ΦΕΚ Α' 169/7.8.2006", https://www.kodiko.gr/nomologia/document_navigation/11709 Πρόσβαση στις 25 Σεπτεμβρίου 2018.

Στην έννοια των κινητών πραγμάτων σύμφωνα με την § 3 του άρθρου 1 περιλαμβάνονται «τα αεροσκάφη, καθώς και τα ιδιωτικά ή επαγγελματικά πλοία αναψυχής, και εξαιρούνται λοιπά πλοία και πλωτά ναυπηγήματα, ενώ στην έννοια των ακινήτων πραγμάτων συμπεριλαμβάνονται οι αγροτικές εκτάσεις, οι οριζόντιες και κάθετες ιδιοκτησίες με κτίσματα μετά του ποσοστού του γηπέδου που αναλογεί στα συγκεκριμένα κτίσματα σε σχέση με τη δομήσιμη επιφάνεια του γηπέδου και γενικά τα κτίσματα ή το συγκρότημα κτισμάτων μετά των λοιπών εγκαταστάσεων, συμπεριλαμβανομένου του γηπέδου που αναλογεί στα συγκεκριμένα κτίσματα, σε συνάρτηση με το εμβαδόν του και τη συνολική δομήσιμη επιφάνεια που μπορεί να πραγματοποιηθεί στο γήπεδο και επιπλέον ο ακάλυπτος χώρος που προβλέπεται από τις πολεοδομικές διατάξεις ως χώρος στάθμευσης αυτοκινήτων».

Στον παραπάνω ορισμό βλέπουμε ότι ο νομοθέτης δεν θέτει κανέναν περιορισμό ως προς τα είδη κινητών πραγμάτων που μπορούν να περιέλθουν σε σύμβαση χρηματοδοτική μίσθωσης παρουσιάζοντας τα ως ομοιογενή. Έτσι, σε αυτά μπορούν να υπαχθούν οποιοδήποτε είδος και κατηγορία κεφαλαιουχικού εξοπλισμού όπως μέσα μεταφοράς και λοιπά οχήματα (με ρητή εξαίρεση για τα πλοία και τα πλωτά ναυπηγήματα), αεροσκάφη, γεωτρύπανα, γεωργικά, οδοποιητικά και δομικά μηχανήματα, εργαλειομηχανές, εξοπλισμός εργοστασίων, βιοτεχνιών, ξενοδοχείων, γεωργικών επιχειρήσεων, εργαστηρίων, νοσοκομείων κ.λπ., ηλεκτρονικοί υπολογιστές, μηχανές, εξοπλισμός και επίπλωση γραφείου ελεύθερου επαγγελματία (δικηγόρου, ιατρού, αρχιτέκτονα, οικονομολόγου κ.λπ.). Συνάγεται επίσης, από τον παραπάνω διαχωρισμό ότι στην κατηγορία των κινητών πραγμάτων δεν υπάγονται άυλα περιουσιακά στοιχεία παρά μόνο ενσώματα που προορίζονται μόνο για επαγγελματική χρήση, καινούργια ή μεταχειρισμένα, εξατομικευμένα ή μη.

4.2.1 Εκμισθωτές – Άδεια Λειτουργίας

Σύμφωνα με τον συγκεκριμένο νόμο, εργασίες εκμίσθωσης μπορούν να διενεργούν μόνο:

- Ανώνυμες Εταιρείες οι οποίες συστήνονται με αποκλειστικό σκοπό την διενέργεια συμβάσεων χρηματοδοτικής μίσθωσης.

- Πιστωτικά ιδρύματα⁶⁷ που λειτουργούν στην Ελλάδα (Ν. 4261/2014).
- Πιστωτικά ιδρύματα, κατά την παραπάνω έννοια, τα οποία εδρεύουν σε κράτος – μέλος της Ε.Ε. και εγκαθίσταται στην Ελλάδα μέσω υποκαταστήματος ή παρέχουν διασυνοριακές υπηρεσίες στην Ελλάδα με βάση τα άρθρα 34 και 38 του Ν. 4261/2014⁶⁸, όπως επίσης και πιστωτικά ιδρύματα κατά την παραπάνω έννοια, που εδρεύουν σε τρίτο κράτος και εγκαθίσταται στην Ελλάδα μέσω υποκαταστήματος σύμφωνα με το άρθρο 36 του Ν. 4261/2014.
- Χρηματοδοτικά ιδρύματα⁶⁹ τα οποία εδρεύουν σε κράτος – μέλος της Ε.Ε και εγκαθίσταται στην Ελλάδα μέσω υποκαταστήματος ή παρέχουν διασυνοριακές υπηρεσίες στην Ελλάδα σύμφωνα με το άρθρο 41 του Ν. 4261/2014.
- Χρηματοδοτικά ιδρύματα τα οποία εδρεύουν στην αλλοδαπή και εγκαθίσταται στην Ελλάδα μέσω υποκαταστήματος και δεν εμπίπτουν στην παραπάνω περίπτωση.

Σε ορισμένες περιπτώσεις απαιτείται χορήγηση ειδική άδεια από την Τράπεζα της Ελλάδος, προκειμένου οι υπό σύσταση εταιρείες παροχής υπηρεσιών leasing να μπορούν να λειτουργήσουν νόμιμα. Συγκεκριμένα, χορήγηση άδειας από την Τράπεζα της Ελλάδος απαιτείται στις εξής περιπτώσεις :

- Όταν ιδρύονται ανώνυμες εταιρείες χρηματοδοτικής μίσθωσης στην Ελλάδα ή υφιστάμενες μετατρέπονται σε ανώνυμες εταιρείες με σκοπό την σύναψη συμβάσεων χρηματοδοτικής μίσθωσης και δεν είναι θυγατρικές πιστωτικών ιδρυμάτων (Ν. 1665.1986).
- Όταν εγκαθίστανται στην Ελλάδα εταιρείες κρατών – μελών της Ε.Ε μέσω εγκατάστασης υποκαταστήματος με σκοπό την διενέργεια εργασιών χρηματοδοτικής μίσθωσης και δεν αποτελούν θυγατρικές πιστωτικών ιδρυμάτων (άρθρο 43 του Ν. 4261/2014) .

⁶⁷ Ως «πιστωτικό ίδρυμα» νοείται η επιχείρηση της οποίας η δραστηριότητα συνίσταται στην αποδοχή από το κοινό καταθέσεων ή άλλων επιστρεπτέων κεφαλαίων και στη χορήγηση πιστώσεων για ίδιο λογαριασμό (§ 1(1) του άρθρου 4 του Κανονισμού (ΕΕ) αριθ. 575/2013)

Access to European Union Law. "Κανονισμός (ΕΕ) Αριθ. 575/2013 του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου", <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EL/TXT/?uri=CELEX%3A32013R0575> Πρόσβασης στις 26 Σεπτεμβρίου 2018.

⁶⁸ Μηχανή αναζήτησης ελληνικής νομοθεσίας - kodiko.gr. "Νόμος 4262 ΦΕΚ Α'114/10.5.2014", https://www.kodiko.gr/nomologia/document_navigation/80738 Πρόσβασης στις 28 Σεπτεμβρίου 2018.

⁶⁹ Ως «χρηματοδοτικό ίδρυμα» νοείται μια επιχείρηση πλην πιστωτικού ιδρύματος, η κύρια δραστηριότητα της οποίας συνίσταται στην απόκτηση συμμετοχών ή στην άσκηση μίας ή περισσότερων από τις δραστηριότητες που παρατίθενται στα σημεία 2, 3 (χρηματοδοτική μίσθωση leasing) έως 12 και στο σημείο 15 του παραρτήματος Ι της οδηγίας 2013/36/ΕΕ (§ 1(26) του άρθρου 4 του Κανονισμού (ΕΕ) αριθ. 575/2013).

Access to European Union Law. "Κανονισμός (ΕΕ) Αριθ. 575/2013 του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου".

- Όταν εγκαθίστανται στην Ελλάδα εταιρείες τρίτων χωρών μέσω εγκατάστασης υποκαταστήματος, προκειμένου να ασκήσουν τη δραστηριότητα της χρηματοδοτικής μίσθωσης και δεν αποτελούν θυγατρικές πιστωτικών ιδρυμάτων (άρθρο 43 του Ν. 4261/2014).
- Όταν εγκαθίστανται εταιρείες από πιστωτικά ιδρύματα τρίτων χωρών μέσω εγκατάστασης υποκαταστήματος στην Ελλάδα, προκειμένου να ασκήσουν τη δραστηριότητα της χρηματοδοτικής μίσθωσης (άρθρο 36 του Ν. 4261/2014).

Σε αυτές της περιπτώσεις η Τράπεζα της Ελλάδος ή εξουσιοδοτημένο από αυτόν όργανο δύναται να καθορίζει, κατά περίπτωση, τα απαιτούμενα στοιχεία, τους όρους και τις προϋποθέσεις λειτουργίας αυτών των εταιρειών, στα οποία περιλαμβάνεται και το ελάχιστο ύψος του ποσού ιδίων κεφαλαίων που απαιτείται για την εγκατάσταση του χρηματοδοτικού ιδρύματος στην Ελλάδα, να καθορίζει ειδικότερους εποπτικούς κανόνες ή προϋποθέσεις, κατά περίπτωση, για την άσκηση της δραστηριότητάς τους στην Ελλάδα, με τήρηση του ισχύοντος εποπτικού πλαισίου στη χώρα έδρας, να ανακαλεί την άδεια λειτουργίας και να λαμβάνει μέτρα ή να επιβάλλει με απόφασή της κυρώσεις, αντιστοίχως, προς τα ισχύοντα για τα χρηματοδοτικά ιδρύματα που εδρεύουν στην Ελλάδα.

Στο άρθρο 2 του παρόντος νόμου (§§§ 2, 4 και 5) επίσης ορίζονται οι προϋποθέσεις σύστασης των εταιρειών αυτών σχετικά με την κεφαλαιακή τους διάθρωση και επάρκεια. Συγκεκριμένα, ορίζεται ότι το καταβεβλημένο μετοχικό κεφάλαιο που απαιτείται για την σύσταση και λειτουργία ανωνύμων εταιρειών χρηματοδοτικής μίσθωσης ή το ύψος των ιδίων κεφαλαίων ανώνυμης εταιρείας που μετατρέπεται σε εταιρεία χρηματοδοτικής μίσθωσης, δεν μπορεί να είναι μικρότερο από το ήμισυ του ελάχιστου μετοχικού κεφαλαίου που εκάστοτε απαιτείται για τη σύσταση πιστωτικών ιδρυμάτων, το οποίο πρέπει να είναι ολόκληρο καταβεβλημένο σε μετρητά ή και σε είδος με βάσης τις ισχύουσες διατάξεις για τις Α.Ε. Οι μετοχές των ανώνυμων εταιριών χρηματοδοτικής μίσθωσης πρέπει σύμφωνα με τον νόμο να είναι ονομαστικές.

4.2.2 Διάρκεια χρηματοδοτικής μίσθωσης – Μεταβίβαση δικαιωμάτων και υποχρεώσεων - Ασφάλιση

Η διάρκεια της χρηματοδοτικής μίσθωσης σύμφωνα με το νόμο θα πρέπει να είναι πάντα συγκεκριμένη. Για τα μεν κινητά πράγματα η διάρκεια εκμίσθωσης δεν μπορεί να είναι μικρότερη των τριών (3) ετών, για τα αεροσκάφη των πέντε (5) ετών και για τα ακίνητα των δέκα (10) ετών. Αν η σύμβαση προβλέπει μικρότερη περίοδο μίσθωσης από

την προκαθορισμένη για κάθε μία από τις παραπάνω κατηγορίες, σε αυτή την περίπτωση ισχύει η ελάχιστη περίοδο εκμίσθωσης που ορίζει ο νόμος.

Σε περίπτωση που ο μισθωτής αγοράσει το μίσθιο πριν λήξη η ελάχιστη περίοδο μίσθωσης που προβλέπει ο νόμος (3 έτη), υποχρεούται να καταβάλει τα ποσά για φορολογικές και λοιπές επιβαρύνσεις υπέρ του Δημοσίου ή τρίτων που θα όφειλε να έχει καταβάλει, αν κατά το χρόνο σύναψης της χρηματοδοτικής μίσθωσης είχε προβεί στην αγορά του μίσθιου. Αν για οποιοδήποτε λόγο η σύμβαση χρηματοδοτικής μίσθωσης τερματίσει πριν από τη λήξη της και κατόπιν συναφθεί νέα σύμβαση για το ίδιο μίσθιο μεταξύ των ίδιων συμβαλλόμενων, ο χρόνος που πέρασε έως τη λύση της αρχικής σύμβασης συνυπολογίζεται στον απαιτούμενο ελάχιστο χρόνο μίσθωσης που ορίζεται στην προηγούμενη παράγραφο για την νέα σύμβαση.

Ο μισθωτής δύναται να μεταβιβάσει σε τρίτο τα δικαιώματα και τις υποχρεώσεις που απορρέουν από την σύμβαση χρηματοδοτικής μίσθωσης που έχει συνάψει με την εκμισθώτρια εταιρεία, μόνο με έγγραφη συναίνεσή της..

Ο μισθωτής οφείλει να ασφαλίζει το μίσθιο κατά του κινδύνου τυχαίας καταστροφής ή χειροτέρευσης του καθ' όλη τη διάρκεια ισχύος της σύμβασης χρηματοδοτικής μίσθωσης.

Από τα παραπάνω μπορούμε να εξάγουμε τα εξής συμπεράσματα: ως «ανέκκλητη περίοδος» μίσθωσης, δηλαδή της χρονικής περιόδου κατά την οποία δεν δύναται κανένα από τα δύο μέρη να απεμπλακεί από τις υποχρεώσεις και τα δικαιώματα που απορρέουν από την συναφθείσα σύμβαση ορίζεται η τριετής *minimum* χρονική περίοδος που ισχύει για τα κινητά μίσθια ή πενταετούς αν πρόκειται για αεροσκάφος ή δεκαετούς αν πρόκειται για ακίνητο. Η έναρξη της «ανέκκλητης περιόδου» ταυτίζεται με το χρονικό σημείο σύναψης της σύμβασης ακόμα και αν δεν έχει τεθεί το μίσθιο στην κατοχή και χρήση του μισθωτή, κατά συνέπεια από το χρονικό αυτό σημείο και μετά δεν δύναται κανένα από τα συμβαλλόμενα μέρη να τη λύσει μονομερώς⁷⁰. Είναι σαφές ότι ο νομοθέτης παρέλειψε να ορίσει ότι η διάρκεια της σύμβασης χρηματοδοτικής μίσθωσης συνήθως ταυτίζεται με το μεγαλύτερο μέρος διάρκειας της οικονομικής ζωής του μισθωμένου πάγιου. Αυτό έχει ως συνέπεια να παρέχεται η ευχέρεια αφενός τα συμβαλλόμενα μέρη να συμφωνήσουν αυτή να είναι μικρότερη ή και μεγαλύτερη – όχι πάντως μικρότερη από το οριζόμενο από τον νόμο ελάχιστο χρονικό όριο – αφετέρου, η δυνατότητα αυτή να λειτουργήσει με

⁷⁰ Μάζης, *Η χρηματοδοτική μίσθωση...*,128

καταχρηστικό τρόπο έναντι του μισθωτή, ο οποίος να κληθεί να καταβάλει δυσανάλογα υψηλότερα μισθώματα, προκειμένου να εξοφλήσει ολοκληρωτικά ή κατά το πλείστον το οφειλόμενο ποσό της χρηματοδότησης του μίσθιου σε χρονικό διάστημα που να υπολείπεται κατά πολύ της οικονομικής ζωής του. Από την άλλη ελλοχεύει και ο κίνδυνος το τίμημα αγοράς στην λήξη να είναι μεγαλύτερο της υπολειμματικής αξίας του μίσθιου, με συνέπεια η εξάσκηση του δικαιώματος αγοράς στην λήξη που προβλέπει ο νόμος να λειτουργεί ως αντικίνητρο, αλλοιώνοντας κατά αυτόν τον τρόπο τον χρηματοδοτικό και αναπτυξιακό χαρακτήρα της χρηματοδοτικής μίσθωσης που την διαφοροποιεί από την πώληση ή την απλή μίσθωση.

4.2.3 Τύπος – Περιεχόμενο

Σύμφωνα με το άρθρο 4 § 1, η σύμβαση χρηματοδοτικής σύμβασης θα πρέπει να καταρτίζεται εγγράφως. Για μεν τα ακίνητα η σχετική σύμβαση, καθώς και κάθε τροποποίησή της⁷¹, καταρτίζεται υποχρεωτικά με συμβολαιογραφικό έγγραφο, για δε τα κινητά καταρτίζεται εγγράφως με ιδιωτικό έγγραφο. Από την παραπάνω διατύπωση προκύπτει ότι η έγγραφη κατάρτιση των χρηματοδοτικών μισθώσεων ορίστηκε ως συστατικός τύπος κατά συνέπεια η μη τήρησή του επισύρει την ακυρότητα της σύμβασης (άρθρο 159 του Α.Κ.)⁷². Τα συμβαλλόμενα μέρη δεσμεύονται ευθύς εξαρχής με την κατάρτιση της σύμβασης και πριν από οποιαδήποτε δημοσίευσή της. Είναι προφανές ότι η αξίωση αυτή του νομοθέτη για τήρηση του έγγραφου συστατικού τύπου αποσκοπεί και στην ανάγκη υπαγωγής της σε δημόσια καταχώριση για την ενίσχυση της διαφάνειας της συναλλαγής και διευκόλυνση της κρατικής εποπτείας.

Αναφορικά με το περιεχόμενο της σύμβασης χρηματοδοτικής μίσθωσης αυτή περικλείει τα ακόλουθα ουσιώδη στοιχεία :

⁷¹ Βάσει του νόμου ο συμβολαιογραφικός τύπος που περικλείει την χρηματοδοτική μίσθωση ακινήτων είναι απαραίτητος και στις εξής περιπτώσεις : εάν ο μισθωτής μεταβιβάσει τα δικαιώματα και τις υποχρεώσεις που απορρέουν από την σύμβαση σε τρίτον (άρθρο 3 § 4) , εάν ο μισθωτής προβεί στην αγορά του μίσθιου πριν ή κατά την λήξη της συμβατικής διάρκειας της μίσθωσης (άρθρο 1 § 1) , εάν συναφθεί νέα σύμβαση για το ίδιο μίσθιο (άρθρο 3 § 2), εάν ο μισθωτής προβεί στην άσκηση του δικαιώματος ανανέωσης της διάρκειας της μίσθωσης (άρθρο 1 § 1), αν η εταιρεία leasing εγκρίνει τη μεταβίβαση των δικαιωμάτων και των υποχρεώσεων του μισθωτή σε τρίτον (άρθρο 3 § 4). (Μάζης, *Η χρηματοδοτική μίσθωση...*,204)

⁷² Άρθρο 159 Α.Κ. - Ακυρότητα Δικαιοπραξίας (Τύπος) : Δικαιοπραξία για την οποία δεν τηρήθηκε ο τύπος που απαιτεί ο νόμος, εφόσον δεν ορίζεται το αντίθετο, είναι άκυρη. Σε περίπτωση αμφιβολίας είναι επίσης άκυρη η δικαιοπραξία, αν δεν τηρήθηκε ο τύπος που είχαν καθορίσει τα μέρη. Αλλά η εκπλήρωση της δικαιοπραξίας με επίγνωση της έλλειψης του τύπου, θεραπεύει την έλλειψη αυτή.

Ελληνική Δημοκρατία - Υπουργείο Δικαιοσύνης, Διαφάνειας και Ανθρωπίνων Δικαιωμάτων. "Αστικός Κώδικας",

<http://www.ministryofjustice.gr/site/kodikos/Eυρετήριο/ΑΣΤΙΚΟΣΚΩΔΙΚΑΣ/tabid/225/language/el-GR/Default.aspx> Πρόσβαση στις 27 Σεπτεμβρίου 2018.

- Επαγγελματικά στοιχεία συμβαλλόμενων. Στην σύμβαση που καταρτίζεται εγγράφως θα πρέπει να αναφέρονται με πληρότητα τα στοιχεία των συμβαλλόμενων (εκμισθωτή, μισθωτή και προμηθευτή) όπως και των εκπροσώπων τους (επωνυμία, αντικείμενο εργασιών, διεύθυνση έδρας, Α.Φ.Μ κ.λπ.).
- Πλήρης και λεπτομερής περιγραφή του μίσθιου. Το μίσθιο που αποτελεί κατά κύριο λόγο την αιτία σύναψης της σύμβασης θα πρέπει να περιγράφεται με σαφήνεια και πληρότητα ως προς την κατηγορία, το είδος, τις τεχνικές προδιαγραφές, τα ποιοτικά του χαρακτηριστικά και εν γένει οποιαδήποτε πληροφορία κρίνεται σκόπιμο ότι θα διασφαλίσει ότι η παραγγελία και η παράδοση του μίσθιου από την προμηθεύτρια εταιρεία θα ολοκληρωθεί χωρίς καθυστερήσεις και με επωφελή τρόπο και για τα δύο μέρη (μισθωτή και εκμισθωτή).
- Ακριβής προσδιορισμός του προορισμού και του τόπου εγκατάστασης του μίσθιου. Το μίσθιο αποτελεί την εμπράγματα εξασφάλιση της εταιρείας leasing, η οποία διατηρεί την νομική κυριότητά του μέχρι την λήξη της σύμβασης. Για την προστασία λοιπόν της εταιρείας leasing θα πρέπει να καθορίζεται με ακρίβεια στη σύμβαση ο προορισμός χρήσης του μίσθιου, καθώς επίσης και ο τόπος, η θέση ακόμα και το οίκημα που θα τοποθετηθεί. Εξαιρούνται βεβαίως κινητά πράγματα που εκ φύσεως δεν προορίζονται για μόνιμη εγκατάσταση σε κάποιο συγκεκριμένο μέρος όπως για παράδειγμα συμβαίνει με τα αεροσκάφη, τα οχήματα κ.λπ.
- Διάρκεια της μίσθωσης. Η διάρκεια της περιόδου εκμίσθωσης θα πρέπει να ορίζεται επακριβώς αφού από αυτήν εξαρτάται μια σειρά οικονομικών δεδομένων που υπολογίζονται βάσει αυτής, όπως το ύψος του μισθώματος, το επιτόκιο αποπληρωμής, η υπολειμματική αξία κ.λπ. Είναι προφανές ότι αποτελεί ένα από τα βασικά στοιχεία της σύμβασης, λειτουργεί δεσμευτικά και για τα δύο μέρη και θα πρέπει να δηλώνεται εξ αρχής.
- Αξία αγοράς μίσθιου. Το συνολικό ποσό πληρωμής που θα καταβάλλει η μισθώτρια εταιρεία στον προμηθευτή – ή και στον μισθωτή στην περίπτωση sale and lease back – για την αγορά του μίσθιου θα πρέπει επίσης να δηλώνεται επακριβώς, αφού αποτελεί την συμφωνία που έκλεισε ο μισθωτής με τον προμηθευτή και έχει προσυμφωνηθεί μεταξύ τους, γεγονός που αποτελεί δέσμευση της εταιρείας leasing. Το μίσθιο θα πρέπει να είναι «ελεύθερο» από οποιοδήποτε εμπράγματο βάρος κατά την έναρξη της συμφωνίας.

- Συνολική τιμή εκμίσθωσης και προσδιορισμός επιτοκίου. Το ποσό της ακαθάριστης επένδυσης της μίσθωσης⁷³ και ο προσδιορισμός του επιτοκίου, βάσει του οποίου υπολογίζεται το χρηματοοικονομικό έσοδο/έξοδο της εταιρείας leasing και του μισθωτή αντίστοιχα πρέπει να αναφέρονται στην σύμβαση χρηματοδοτικής μίσθωσης, αφού αποτελούν συμβατικές υποχρεώσεις του μισθωτή, η μη εκπλήρωση των οποίων επισύρει την καταγγελία της σύμβασης από πλευράς της εκμισθώτριας εταιρείας εξαιτίας του γεγονότος ότι ο μισθωτής περιέρχεται σε υπερημερία. Είναι σαφές ότι ο μισθωτής προσχωρώντας στην σύμβαση θα πρέπει να έχει απόλυτη γνώση επί των οικονομικών δεδομένων της χρηματοδοτικής μίσθωσης και των υποχρεώσεων ή των συνεπειών που απορρέουν από αυτήν.
- Ύψος μισθώματος και όροι καταβολής. Η ημερομηνία έναρξης καταβολής μισθώματος, το ύψος αυτού, η περιοδικότητα και ο χρόνος καταβολής αποτελούν συμβατικές υποχρεώσεις του μισθωτή που θα πρέπει να δηλώνονται επακριβώς. Συνήθως, τα μισθώματα καταβάλλονται σε προκαθορισμένες σταθερές περιόδους, μηνιαίες, τριμηνιαίες ή εξαμηνιαίες και είναι κατά κανόνα προκαταβλητέο. Το ύψος του μισθώματος, συνήθως παραμένει σταθερό καθ' όλη την διάρκεια της μισθωτικής περιόδου εκτός αν προβλέπεται κάποια «θέση ρήτρας επιτοκίου» ή «θέση ρήτρας συναλλάγματος». Ενδεχομένως σε κάποιες περιπτώσεις να προβλέπεται διαφορετική χρονική τμηματοποίηση καταβολής των μισθωμάτων ή να παρέχεται μια περίοδος χάριτος (π.χ. μη καταβολή μισθώματος για τους πρώτους τρεις μήνες ή μικρότερα μισθώματα το πρώτο έτος και μεγαλύτερα το επόμενο διάστημα) ανάλογα με τις ιδιαίτερες εποχιακές ανάγκες του επαγγέλματος του μισθωτή.
- Όροι και προϋποθέσεις άσκησης των δύο option επιλογών του μισθωτή. Η χρηματοδοτική μίσθωση βάσει νόμου παρέχει στον μισθωτή δύο βασικές επιλογές (option), όπως έχει ήδη αναφερθεί, είτε να αγοράσει το μίσθιο στην λήξη της σύμβασης είτε να επιμηκύνει τη διάρκεια της μίσθωσης. Η δυνατότητα αυτή που παρέχει ο νόμος δίνει στον μισθωτή ένα κίνητρο να αποκτήσει την κυριότητα του πράγματος με ευνοϊκότερους όρους καταβάλλοντας ένα συμβολικό ποσό που

⁷³ Το σύνολο: (α) των ελάχιστων καταβολών μισθωμάτων που μπορεί να απαιτήσει ο εκμισθωτής βάσει της χρηματοδοτικής μίσθωσης και (β) κάθε μη εγγυημένης υπολειμματικής αξίας που δικαιούται ο εκμισθωτής. Λογιστικός Ασφαλιστικός Φοροτεχνικός & Νομικός Σύμβουλος. "Γλωσσάριο Δ.Λ.Π - Δ.Π.Χ.Π".

ταυτίζεται συνήθως με την υπολειμματική αξία του μίσθιου ή να ανανεώσει την μίσθωση καταβάλλοντας ένα σαφώς μικρότερο μίσθωμα. Και στις δύο περιπτώσεις θα πρέπει να ορίζονται εξ αρχής τα επιμέρους στοιχεία των δύο επιλογών που έχει ο μισθωτής (ποσό αγοράς στην λήξη, χρονικό διάστημα ανανέωσης, ύψος μισθώματος που θα πρέπει να καταβάλλεται στην οριζόμενη διάρκεια ανανέωσης, χρόνος καταβολής του μισθώματος κλπ.⁷⁴).

- Ασφάλιση Μίσθιου. Σύμφωνα με το άρθρο 5 του νόμου 1665/1986 ο μισθωτής υποχρεούται να διατηρεί το μίσθιο ασφαλισμένο καθ' όλη την διάρκεια της μίσθωσης έναντι οποιοδήποτε κινδύνου τυχαίας καταστροφής ή επιδείνωσης της κατάστασής του. Είναι πολύ συχνό οι εταιρείες leasing πέρα του όρου υποχρεωτικής ασφάλισης του μίσθιου και απαγόρευση τροποποίησης ή καταγγελίας της χωρίς την συναίνεσής της, να ορίζουν επιπλέον εγγυήσεις με δαπάνη του μισθωτή που δεν καλύπτονται στο ασφαλιστήριο συμβόλαιο. Τέτοια περίπτωση μπορεί να είναι για παράδειγμα η μη καταβολή αποζημίωσης για καταστροφή του μίσθιου λόγω υπαιτιότητας του μισθωτή.
- Όροι προστασίας του εκμισθωτή. Κατά κανόνα στα συμβόλαια χρηματοδοτικής μίσθωσης προβλέπεται ρητά «ρήτρα απαλλαγής» της εκμισθώτριας εταιρείας από τυχόν ύπαρξη ελαττωμάτων ή έλλειψη συνομολογημένων ιδιοτήτων του μίσθιου επί τη βάση της συμφωνίας που έκανε ο μισθωτής με τον προμηθευτή⁷⁵. Επίσης, προβλέπεται ρητά η απαλλαγή της εκμισθώτριας εταιρείας και η ανάληψη από τον μισθωτή όλων των δαπανών, φόρων και γενικότερα κινδύνων και βαρών του μίσθιου, γεγονός που απορρέει εκ των πραγμάτων από την ιδιάζουσα φύση της χρηματοδοτικής μίσθωσης. Εξίσου συνηθισμένη είναι και η «ρήτρα εκχώρησης» των αξιώσεών της από τη σύμβαση πώλησης έναντι του προμηθευτή για τυχόν μη παράδοση ή μη εμπρόθεσμη παράδοση του μίσθιου στον μισθωτή⁷⁶.

⁷⁴ Ο μισθωτής με την λήξη της «ανέκκλητης περιόδου» και εφόσον ασκήσει την option ανανέωσης, θα μπορεί οποτεδήποτε να καταγγείλει την σύμβαση και να επιστρέψει το μίσθιο στην εταιρεία leasing. Επίσης, δύναται να οριστεί στην σύμβαση ότι με το τέλος της περιόδου ανανέωσης της μίσθωσης ο μισθωτής μπορεί να ασκήσει την option αγορά του μίσθιου, παρά το γεγονός ότι έχει ήδη κάνει χρήση του δικαιώματος ανανέωσης της χρηματοδοτικής μίσθωσης. Κάτι τέτοιο βέβαια είναι σκόπιμο να προβλέπεται εφόσον έχει υπολογιστεί σημαντική υπολειμματική αξία στο τέλος της «ανέκκλητης περιόδου». (Μάζης, *H χρηματοδοτική μίσθωση...*,137, βλ. υποσημ. 340).

⁷⁵ Εξ αίρεση προβλέπεται στην περίπτωση που η εκμισθώτρια εταιρεία είναι εισαγωγέας του προς εκμίσθωση αγαθού, οπότε φέρει την ίδια ευθύνη με τον προμηθευτή όταν αυτό κριθεί ελαττωματικό και εξαιτίας του προήλθε ζημία στο μισθωτή (Μάζης, *H χρηματοδοτική μίσθωση...*,138, βλ. υποσημ. 342).

⁷⁶ Συχνά παρατηρείται η σύμπραξη στην πώληση του μισθωτή ή στη σύμβαση X/M του πωλητή, γεγονός που γίνεται για την ανάληψη από τον πωλητή – προμηθευτή απευθείας της εγγυητικής ευθύνης έναντι του μισθωτή ως τρίτου ή για ομολογία από τον ίδιο, ότι περιήλθε σε γνώση του η εκχώρηση των εναντίων του

Πέρα από αυτά που αναφέρονται παραπάνω και αποτελούν τα βασικά και αναγκαία στοιχεία που πρέπει να περιέχονται στα συμβόλαια χρηματοδοτικής μίσθωσης, στην πράξη το περιεχόμενο των συμβάσεων χρηματοδοτικής μίσθωσης κινητών πραγμάτων είναι συνήθως πανομοιότυπο, οι όροι που περιέχουν δεν δύναται να διαπραγματευτούν και προσφέρονται για υπογραφή ως κείμενο με πάγιους γενικούς όρους προσχώρησης. Αντίθετα, στις συμβάσεις χρηματοδοτικής μίσθωσης ακινήτων το περιεχόμενο τους όπως είναι φυσικό διαφοροποιείται σημαντικά για κάθε μεμονωμένο ακίνητο.

4.2.4 Δημοσιότητα – Ενέργειες έναντι τρίτων

Οι συμβάσεις χρηματοδοτικής μίσθωσης κινητών πραγμάτων σύμφωνα με το άρθρο 4 § 2 του νόμου πρέπει να καταχωρούνται υποχρεωτικά στο ειδικό δημόσιο βιβλίο του πρωτοδικείου της κατοικίας ή της έδρας του μισθωτή και στο δημόσιο βιβλίο του πρωτοδικείου Αθηνών. Ο νόμος με το άρθρο 7 προβλέπει την επιπλέον υποχρέωση των μισθωτών να εμφανίζουν στις δημοσιευμένες λογιστικές καταστάσεις στοιχεία σχετικά με τις χρηματοδοτικές μισθώσεις⁷⁷. Ειδικότερα για τα αυτοκίνητα προβλέπεται και μια επιπλέον δημοσιότητα για την ασφάλεια των συναλλαγών, με καταχώρηση στο βιβλιάριο μεταβολών κατοχής και κυριότητας της σύμβασης ή προκειμένου για ΙΧ αυτοκίνητα και μοτοσυκλέτες, στην άδεια κυκλοφορίας (άρθρο 17 του Ν. 1959/1991). Για τα αεροσκάφη η καταχώρηση της σύμβασης γίνεται στα μητρώα αεροσκαφών και στο δημόσιο βιβλίο του Πρωτοδικείου Αθηνών. Όσον αφορά τα ακίνητα οι συμβάσεις χρηματοδοτικής μίσθωσης καταχωρούνται στο βιβλίο μεταγραφών της περιφέρειας που βρίσκεται το ακίνητο και στο ειδικό δημόσιο βιβλίο του Πρωτοδικείου Αθηνών.

Η δημοσιότητα κινητών και ακινήτων συντελείται αφότου γίνουν και οι δύο καταχωρήσεις, η ισχύ της όμως δεν εξαρτάται από αυτήν. Η καταχώρηση της σύμβασης Χ/Μ στο βιβλίο του Πρωτοδικείου Αθηνών δεν αποτελεί προϋπόθεση κατάρτισης της σύμβασης, η οποία είναι έγκυρη και ισχύει από την συμβολαιογραφική της κατάρτιση, αλλά απαιτείται προκειμένου το δικαίωμα χρήσης και κατοχής του μισθωτή να

σχετικών αξιώσεων της αγοράστριας εταιρεία leasing στον πελάτη της, λήπτη του μίσθιου (Μάζης, *Η χρηματοδοτική μίσθωση...*, 62, βλ. υποσημ. 148). Ο μισθωτής δεν έχει την δυνατότητα να στραφεί απευθείας κατά του προμηθευτή χωρίς την εκχώρηση του σχετικού δικαιώματος από την εκμισθώτρια εταιρεία, σε αντίθεση με ότι ισχύει στην σύμβαση διεθνούς leasing όπου ο μισθωτής έχει αυτό το δικαίωμα (άρθρο 10 της δ.σ. βλ. σελ.61)

⁷⁷ Αξίζει να αναφερθεί ότι η συγκεκριμένη διάταξη, αν και προϋπήρχε προαιρετικά, διότι αυτό θεσπιζόταν με Π.Δ. κατόπιν πρότασης του Υπουργού Εθνικής Άμυνας, ήδη από το 1986 όταν θεσπίστηκε νομοθετικά για πρώτη φορά η χρηματοδοτική μίσθωση, η συγκεκριμένη διάταξη έρχεται πλέον σήμερα σε απόλυτη αρμονία με τα Ε.Λ.Π. (Ν.4308/2014) και το Δ.Λ.Π. 17 (βλ. σελ.92 περί γνωστοποιήσεων και σελ.103 περί λογιστικής αντιμετώπισης μισθώσεων με βάση τα Ε.Λ.Π.)

προστατεύεται έναντι των τρίτων. Κατά συνέπεια, η σύμβαση είναι δεσμευτική για τα δύο συμβαλλόμενα μέρη μετά την σύνταξη και την υπογραφή της. Εκ του νόμου δεν τίθεται κάποια χρονική προθεσμία στα συμβαλλόμενα μέρη για την δημοσιότητα της σύμβασης. Είναι όμως σκόπιμο αυτή να γίνεται όσο το δυνατόν συντομότερα. Η αίτηση καταχώρησης της σύμβασης στο ειδικό βιβλίο του Πρωτοδικείου Αθηνών μπορεί να γίνει είτε από το ένα συμβαλλόμενο μέρος είτε από τον άλλο. Η ίδια διαδικασία δημοσίευσης απαιτείται και σε οποιαδήποτε τροποποίηση επέρχεται στην σύμβαση χρηματοδοτικής μίσθωσης και συγκεκριμένα, όταν ασκείται από την πλευρά του μισθωτή το δικαίωμα προαίρεσης αγοράς ή ανανέωσης, όταν ο μισθωτής μεταβιβάζει την συμβατική του θέση σε τρίτον και η εκμισθώτρια εταιρεία συναινεί εγγράφως στην μεταβίβαση, σε περίπτωση υπομίσθωσης του μίσθιου από τον μισθωτή σε τρίτο πρόσωπο, σε περίπτωση αγοράς του μίσθιου πριν την λήξη της συμβατικής περιόδου. Τα ίδια ισχύουν και στις διασυνοριακές συμβάσεις χρηματοδοτικής μίσθωσης (Cross – Border Leasing), όταν δηλαδή ένα από τα συμβαλλόμενα μέρη έχει την έδρα ή την κατοικία του στο εξωτερικό.

Το σύστημα αυτό διπλής δημοσιότητας αποσκοπεί αφενός στην προστασία του δικαιώματος κυριότητας του εκμισθωτή πάνω στο μίσθιο αφετέρου στην προστασία του δικαιώματος του μισθωτή κατοχής και χρήσης του μίσθιου. Τρίτα πρόσωπα δεν δύναται να ασκήσουν με οποιοδήποτε τρόπο κυριότητα ή άλλο εμπράγματο δικαίωμα πάνω στο μίσθιο μέχρι την λήξη της συμβατικής περιόδου και μετά την καταχώρηση της μίσθωσης στα δημόσια βιβλία⁷⁸. Το μίσθιο εκ του νόμου προστατεύεται από καλόπιστη κτήση κυριότητας ή άλλου εμπράγματος δικαιώματος από μη κύριο, από το τεκμήριο κυριότητας υπέρ του νομέα κινητού (άρθρο 1110 του Α.Κ.)⁷⁹, από την τακτική χρησικτησία, από την ένωση κινητού πράγματος με ακίνητο (άρθρο 1057 του Α.Κ.)⁸⁰, από την συνάφειά του με

⁷⁸ Από την παραπάνω διατύπωση του νόμου μπορούμε να συμπεράνουμε ότι σε περίπτωση που τρίτο πρόσωπο αποκτήσει εμπράγματο δικαίωμα πάνω στο μίσθιο μετά την σύναψη της σύμβασης και πριν την δημοσίευσή της, θεωρείται ότι το δικαίωμα αυτό μπορεί να έχει ισχύ. (Μάζης, *Η χρηματοδοτική μίσθωση...*, 149 & 156)

⁷⁹ Άρθρο 1110 Α.Κ. - Τεκμήριο κυριότητας : Υπέρ του νομέα κινητού ισχύει το τεκμήριο ότι είναι κύριος του. Το τεκμήριο δεν αντιστασεται κατά του προηγούμενου νομέα, από τον οποίο το πράγμα ξέφυγε με κλοπή ή απώλεια. Προκειμένου όμως για χρήματα και ανώνυμους τίτλους το τεκμήριο αντιστασεται και εναντίον του.

Ελληνική Δημοκρατία - Υπουργείο Δικαιοσύνης, Διαφάνειας και Ανθρωπίνων Δικαιωμάτων. "Αστικός Κώδικας".

⁸⁰ Άρθρο 1057 Α.Κ. - Κτήση με ένωση : Αν κινητό ενωθεί με ακίνητο έτσι ώστε να γίνει συστατικό του, η κυριότητα του ακινήτου εκτείνεται και στο κινητό.

Ελληνική Δημοκρατία - Υπουργείο Δικαιοσύνης, Διαφάνειας και Ανθρωπίνων Δικαιωμάτων. "Αστικός Κώδικας".

άλλο κινητό (άρθρο 1058 του Α.Κ.)⁸¹ ή από την τοποθέτηση του σε ενυπόθηκο ακίνητο. Είναι σαφές ότι ο νομός παρέχει πλήρη «ασυλία» των δικαιωμάτων πάνω στο μίσθιο και για τα δύο συμβαλλόμενα μέρη. Κατά συνέπεια, το μίσθιο δεν μπορεί κατασχεθεί, να υποθηκευτεί ή να προσημειωθεί αναγκαστικά ή συντηρητικά από τους δανειστές της εκμισθώτριας εταιρείας, ούτε η ίδια μπορεί να προχωρήσει σε καμία πράξη διάθεσής του να προβεί για παράδειγμα σε μεταβίβαση κυριότητάς του σε τρίτον ή σε σύσταση υποθήκης πάνω στο μίσθιο. Από την άλλη, ούτε οι δανειστές του μισθωτή δύναται να δεσμεύσουν το μίσθιο ούτε μέσω πλειστηριασμού αφού αυτό ανήκει κατά κυριότητα στον εκμισθωτή, ο οποίος προστατεύεται από το νόμο. Εφόσον όμως λήξει η ανέκκλητη περίοδος, οι δανειστές μπορούν να κατασχέσουν το δικαίωμα προαίρεσης αγοράς. Σε περίπτωση που ο μισθωτής πτωχεύσει, η σύμβαση λύεται αυτοδικαίως και το μίσθιο περιέρχεται στην κατοχή της εκμισθώτριας εταιρείας χωρίς κανένα περιορισμό.

Η δημοσιότητα της σύμβασης παρέχει όμως και προστασία σε τρίτα πρόσωπα, αφού οποιοσδήποτε ενδιαφερόμενος μπορεί να έχει πρόσβαση στο ειδικό δημόσιο βιβλίο του Πρωτοδικείου Αθηνών προκειμένου να ενημερωθεί για την τυχόν ύπαρξη σύμβασης χρηματοδοτικής μίσθωσης οποιουδήποτε νομικού ή φυσικού προσώπου σε οποιοδήποτε τόπο κι αν ασκεί αυτό την επιχείρησή του ή το επάγγελμά του, χωρίς μάλιστα να απαιτείται επίκληση κάποιου συγκεκριμένου έννομου συμφέροντος.

4.2.5 Φοροαπαλλαγές, φορολογικά κίνητρα και συναφείς ρυθμίσεις

Με το άρθρο 6 § 1 του Ν 1665/1986 παρέχεται πλήρης και αντικειμενική απαλλαγή από κάθε φόρο, τέλος, εισφορά, δικαίωμα κ.λπ. που αφορά τις συμβάσεις απόκτησης κινητών από τις εταιρείες του άρθρου 2, τις συμβάσεις χρηματοδοτικής μίσθωσης, τις συμβάσεις επίσης των δανείων και πιστώσεων που συνάπτονται και όσες άλλες διενεργούνται για την εξασφάλιση των απαιτήσεων από αυτές, καθώς και τα έσοδα από μισθώματα και τιμήματα, με μοναδικές εξαιρέσεις το φόρο εισοδήματος και τον φόρο προστιθέμενης αξίας. Ορίζεται επιπλέον στο ίδιο αυτό άρθρο 6 του νόμου, ότι οι εκμισθώτριες εταιρείες μπορούν να διενεργούν αποσβέσεις στα μίσθια, και ότι οι μισθωτές μπορούν από την άλλη πλευρά, να εκπίπτουν τα μισθώματα από τα ακαθάριστα έσοδα τους ως λειτουργικές

⁸¹ Άρθρο 1058 Α.Κ. - Συνάφεια : Αν κινητά που ανήκουν σε διαφορετικούς κύριους ενωθούν έτσι, ώστε να γίνουν συστατικά ενιαίου πράγματος, οι έως τώρα κύριοί τους γίνονται συγκύριοι του πράγματος κατά μέρη που προσδιορίζονται από την αξία που έχουν τα πράγματα κατά τον χρόνο της ένωσης. Αν το ένα από τα πράγματα πρέπει να θεωρηθεί ως το κύριο, ο κύριος του πράγματος αυτού αποκτά κυριότητα στο όλο. Ελληνική Δημοκρατία - Υπουργείο Δικαιοσύνης, Διαφάνειας και Ανθρωπίνων Δικαιωμάτων. "Αστικός Κώδικας".

δαπάνες⁸². Φοροαπαλλαγή θεσπίζεται επίσης για την απόκτηση τόσο του κινητού όσο και του ακινήτου από τον μισθωτή στη λήξη της περιόδου μίσθωσης. Τέλος, μια πρόσθετη ενίσχυση των εταιρειών του νόμου αυτού, εξαιτίας των αυξημένων κινδύνων που αναλαμβάνουν με τις χρηματοδοτικές μισθώσεις, επιτρέπεται για τον υπολογισμό των καθαρών κερδών να διενεργείται για την κάλυψη επισφαλών απαιτήσεων⁸³ τους έκπτωσης έως 2% του ύψους των μισθωμάτων (ληξιπροθέσμων ή μη) από όλες τις συμβάσεις χρηματοδοτικής μίσθωσης, τα οποία δεν είχαν εισπραχθεί στις 31/12 κάθε έτους. Η έκπτωση αυτή φέρεται σε ειδικό αποθεματικό πρόβλεψης.

Πιο συγκεκριμένα, απαλλάσσονται από οποιονδήποτε φόρο, τέλος εισφορά, δικαίωμα υπέρ του Δημοσίου, νομικών προσώπων δημοσίου δικαίου και γενικά υπέρ τρίτων :

- ✓ Οι συμβάσεις με τις οποίες περιέρχονται στις εταιρείες χρηματοδοτικής μίσθωσης είτε με αγορά, είτε με εκμίσθωση κινητά που πρόκειται να αποτελέσουν αντικείμενο χρηματοδοτικής μίσθωσης. Εξαιρούνται τα κάθε είδους μεταφορικά μέσα που η εισαγωγή τους υπάγεται στο κοινό Εξωτερικό Δασμολόγιο των Ευρωπαϊκών Κοινοτήτων. Αντίθετα, η αγορά ακινήτων με σκοπό την χρηματοδοτική μίσθωση από την εταιρεία leasing υπόκειται σε φόρο μεταβίβασης.
- ✓ Οι συμβάσεις εκχώρησης των δικαιωμάτων ή αναδοχής των υποχρεώσεων από συμβάσεις χρηματοδοτικής μίσθωσης. Αυτό μπορεί να συμβαίνει στις εξής περιπτώσεις :
 - Ο μισθωτής μεταβιβάζει τη συμβατική του θέση σε τρίτον ύστερα από έγγραφη συναίνεση της εταιρείας leasing,
 - Ο μισθωτής προβαίνει σε υπομίσθωση του ακινήτου ως υπεκμισθωτής ύστερα από έγγραφη συναίνεση της εταιρείας leasing,
 - Ο μισθωτής μεταβιβάζει σε τρίτον το δικαίωμα προαίρεσης για αγορά κινητού στη λήξη της σύμβασης,

⁸² Αυτό βέβαια με βάση το ισχύον λογιστικό (Ν. 4308/2014) και φορολογικό πλαίσιο (άρθρο 115 § 5 του Ν.4549/2018 σε αντικατάσταση του άρθρου 1 § 1 του Ν.4172/2013 (Κ.Φ.Ε.) δεν συμβαίνει πλέον στις χρηματοδοτικές μισθώσεις, παρά μόνο σε αυτές που κατατάσσονται ως λειτουργικές. Εδώ ο νομοθέτης ταυτίζει στο φορολογικό πεδίο την χρηματοδοτική μίσθωση με κοινή μίσθωση.

⁸³ Σύμφωνα με το άρθρο 6 § 1 του Ν. 4172/2013 (Κ.Φ.Ε.) «Οι εταιρείες χρηματοδοτικής μίσθωσης μπορούν να εκπίπτουν προβλέψεις επισφαλών απαιτήσεων σε ποσοστό μέχρι δύο τοις εκατό (2%) επί του συνολικού ύψους μισθωμάτων, τα οποία προκύπτουν από τις συμβάσεις χρηματοδοτικής μίσθωσης, που έχουν συναφθεί μέσα στη διάρκεια του φορολογικού έτους. Το ποσό αυτό της πρόβλεψης για κάθε φορολογικό έτος, συναθροιζόμενο με το ποσό της πρόβλεψης, η οποία διενεργήθηκε σε προγενέστερα φορολογικά έτη και εμφανίζεται στα τηρούμενα βιβλία της επιχείρησης, δεν μπορεί να υπερβεί το είκοσι πέντε τοις εκατό (25%) του καταβεβλημένου μετοχικού κεφαλαίου».

Μηχανή αναζήτησης ελληνικής νομοθεσίας - kodiko.gr. "Νόμος 4172 ΦΕΚ Α'167/23.7.2013", https://www.kodiko.gr/nomologia/document_navigation/250460 Πρόσβαση στις 28 Σεπτεμβρίου 2018.

- Τρίτος αναλαμβάνει να πληρώσει τις οφειλές του μισθωτή εκ μέρους του,
 - Ο εκμισθωτής εκχωρεί τα μισθώματα από χρηματοδοτική μίσθωση υπέρ τρίτου προς εξασφάλιση χρεών από δάνεια ή πιστώσεις που έλαβε.
- ✓ Οι συμβάσεις δανείων ή πιστώσεων προς εταιρείες χρηματοδοτικής μίσθωσης από εγχώρια ή ξένα πιστωτικά ιδρύματα ή από προμηθευτές του εξωτερικού, καθώς και οι συμβάσεις χρηματοδοτικής μίσθωσης μεταξύ των τελευταίων και των εταιρειών χρηματοδοτικής μίσθωσης⁸⁴,
 - ✓ Τα μισθώματα που καταβάλει ο μισθωτής στην εταιρεία leasing είτε αυτά αφορούν την αρχική μισθωτική περίοδο της σύμβασης είτε και την περίοδο ανανέωσής της. Η φοροαπαλλαγή ισχύει και για μισθώματα που ενδεχομένως εισπράξει η εταιρεία leasing από κοινή μίσθωση σε τρίτον, εφόσον λυθεί πρόωρα η χρηματοδοτική μίσθωση με καταγγελία της ή ο μισθωτής δεν ασκήσει την option αγορά του μίσθιου στην λήξη.
 - ✓ Τα μισθώματα από ακίνητα απαλλάσσονται επιπρόσθετα και από το Φ.Π.Α. με εξαίρεση τις μισθώσεις βιομηχανοστασίων.
 - ✓ Το τίμημα της πώλησης του πράγματος από την εταιρεία χρηματοδοτικής μίσθωσης στο μισθωτή, καθώς και το τίμημα από την πώλησή του σε τρίτον, ύστερα από καταγγελία της σύμβασης από την εκμισθώτρια εταιρεία ή αν ο μισθωτής δεν ασκήσει το δικαίωμα προαίρεσης αγοράς του πράγματος στη λήξη.
 - ✓ Σύμφωνα με την § 8 του άρθρου 6 απαλλάσσονται από φόρο μεταβίβασης ακινήτων:
 - i. Η μεταβίβαση ακινήτου από την εκμισθώτρια εταιρεία στον μισθωτή στη λήξη της μισθωτικής περιόδου,
 - ii. Η εξαγορά του ακινήτου από τον μισθωτή πριν την λήξη της μισθωτικής περιόδου, σύμφωνα με τους συμβατικούς όρους,
 - iii. Η πώληση ακινήτου από τον μισθωτή στην εκμισθώτρια εταιρεία στις συμβάσεις χρηματοδοτικής μίσθωσης της μορφής sale and lease back

Εξαίρεση προβλέπεται στις συμβάσεις αγοράς ακινήτων στις οποίες αντισυμβαλλόμενος είναι εξωχώρια εταιρεία.

Σύμφωνα με την παρ. 2 του άρθρου 6 τα δικαιώματα για τις τυχόν καταρτιζόμενες ενώπιον συμβολαιογράφων συμβάσεις περιορίζονται στα κατώτατα όρια των

⁸⁴ Αφορά περιπτώσεις όπου η εταιρεία χρηματοδοτικής μίσθωσης συνάπτει σύμβαση χρηματοδοτικής μίσθωσης κινητών πραγμάτων με ξένο προμηθευτή και κατόπιν τα παραχωρεί με χρηματοδοτική υπεκμίσθωση στην Ελλάδα.

δικαιωμάτων τους που ισχύουν για τις συμβάσεις δανείων ή πιστώσεων από τράπεζες επενδύσεων για παραγωγικές επενδύσεις.

Σύμφωνα με την παρ 4. του ίδιου άρθρου τα μισθώματα που καταβάλει ο μισθωτής στις εταιρείες leasing θεωρούνται λειτουργικές δαπάνες του και εκπίπτουν από τα ακαθάριστα έσοδά του⁸⁵.

Οι διατάξεις των νόμων περί προστασίας της επαγγελματικής στέγης δεν ισχύουν στην περίπτωση χρηματοδοτικής μίσθωσης ακινήτων.

4.2 Διεθνές Λογιστικό Πρότυπο 17 «Μισθώσεις»

4.2.1 Εισαγωγή στα Δ.Λ.Π / Δ.Π.Χ.Α.

Τα Διεθνή Λογιστικά Πρότυπα (I.A.S. - International Accounting Standards) αποτελούν μια δέσμη ενιαίων λογιστικών αρχών, κανόνων και μεθόδων που εφαρμόζονται για την απεικόνιση των οικονομικών γεγονότων και τη σύνταξη των χρηματοοικονομικών καταστάσεων των επιχειρήσεων και έχουν εφαρμογή τόσο στον ιδιωτικό όσο και στο δημόσιο τομέα. Η αναγκαιότητα ύπαρξης και υιοθέτησης των Δ.Λ.Π προήλθε αφενός από το φαινόμενο της παγκοσμιοποίησης και διεθνοποίησης των δραστηριοτήτων των επιχειρήσεων, αφετέρου από την ύπαρξη σκανδαλωδών οικονομικών παρατυπιών και παραποιήσεων στις οικονομικές καταστάσεις μεγάλων πολυεθνικών ομίλων (βλ. Enron, WorldCom κ.λπ.). Είναι σαφές ότι ο σκοπός σύνταξης και δημοσιοποίησης των οικονομικών καταστάσεων είναι πρωτίστως η ενημέρωση των χρηστών, οι οποίοι μπορεί να είναι οι μέτοχοι, οι επενδυτές, οι δανειστές, οι προμηθευτές, οι εποπτικές κρατικές υπηρεσίες, οι εργαζόμενοι, οι κεφαλαιαγορές κ.λπ. Η έγκυρη, αξιόπιστη και σφαιρική οικονομική ενημέρωση καθίσταται επομένως αναγκαία για κάθε ενδιαφερόμενη ομάδα. Από την άλλη είναι προφανές ότι η διαφορετικότητα των λογιστικών προτύπων της κάθε χώρας καθιστούν δυσχερέστερη την σύγκριση και ενοποίηση των οικονομικών αποτελεσμάτων εταιρειών που είναι εγκαταστημένες σε διαφορετικά κράτη, γεγονός που δημιουργούσε εμπόδια ομαλής λειτουργίας και ανάπτυξης επιχειρήσεων με εξωστρεφή

⁸⁵ Ως μισθώματα θα πρέπει να εννοούνται τα ποσά που δαπανά ο μισθωτής για την χρήση του πράγματος, όπως οι τόκοι που καταβάλλονται από τον μισθωτή βάσει της σύμβασης της χρηματοδοτικής μίσθωσης, καθώς και οι τόκοι υπερημερίας που καταβάλλει λόγω καθυστέρησης καταβολής των μισθωμάτων. Ειδικότερα, αναφορικά για τις πραγματικές δαπάνες συντήρησης, επισκευής, λειτουργίας (διόδια, καύσιμα), ασφάλισης, τελών κυκλοφορίας, αποσβέσεων, κ.λπ. επιβατικών αυτοκινήτων που χρησιμοποιεί η εταιρεία σε περίπτωση μίσθωσης ή χρηματοοικονομικής μίσθωσης εκπίπτουν στο σύνολό τους (100%), βάσει του άρθρου 22 (προϋποθέσεις α, β, και γ) του Ν.4172/2013. Μηχανή αναζήτησης ελληνικής νομοθεσίας - kodiko.gr. "Νόμος 4172 ΦΕΚ Α'167/23.7.2013".

προσανατολισμό. Επομένως, η έλευση των Δ.Λ.Π δημιούργησε τις προϋποθέσεις εξάλειψης αυτών των εμποδίων, συμβάλλοντας στην διαφάνεια, στην συγκρισιμότητα, στην εγκυρότητα και στην αξιοπιστία της οικονομικής πληροφόρησης.

Η ιδέα δημιουργίας των Διεθνών Λογιστικών Προτύπων ξεκίνησε το 1973 υπό την σύσταση της Επιτροπής Διεθνών Λογιστικών Προτύπων (I.A.S.C - International Accounting Standards Committee) με την σύμπραξη τότε των επαγγελματικών ενώσεων λογιστών 10 κρατών (Καναδάς, Μεξικό, Η.Π.Α., Γαλλία, Γερμανία, Ολλανδία, Αγγλία, Ιρλανδία, Ιαπωνία και Αυστραλία)⁸⁶. Στόχος της επιτροπής ήταν η ευρεία εφαρμογή των διεθνών λογιστικών προτύπων προκειμένου να διευκολυνθεί η σύγκριση των επιχειρήσεων σε όλο τον κόσμο, να αυξηθεί η διαφάνεια και η εμπιστοσύνη στις οικονομικές εκθέσεις με ευεργετικές συνέπειες για την προώθηση του παγκόσμιου εμπορίου και των επενδύσεων. Την περίοδο από το 1973 έως το 2001, και μετά από μια μακρά περίοδο ζυμώσεων και ενόψει της ευρωπαϊκής οικονομικής και νομισματικής ολοκλήρωσης, η επιτροπή προχώρησε στην σύνταξη και έκδοση των Δ.Λ.Π., προκειμένου να συμμορφωθούν οι οικονομικοί οργανισμοί με τους νέους λογιστικούς κανόνες και να εξάγουν λογιστικά τυποποιημένα και συγκρίσιμα αποτελέσματα. Κομβικό σημείο αποτελεί το έτος 2001, χρόνια όπου η Επιτροπή Διεθνών Λογιστικών Προτύπων ανασυγκροτήθηκε και μετονομάστηκε σε Συμβούλιο Διεθνών Λογιστικών Προτύπων (I.A.S.B. - International Accounting Standards Board), το οποίο είναι υπεύθυνο για την ανάπτυξη και την έκδοση των Διεθνών Λογιστικών Προτύπων και την προώθηση της χρήσης και εφαρμογής τους και τελεί υπό την επίβλεψη του Οργανισμού Διεθνών Προτύπων Χρηματοοικονομικής Πληροφόρησης (International Financial Reporting Standards Foundation - IFRS Foundation). Το 2002 εξέδωσε νέα συμπληρωματικά πρότυπα αναβαθμίζοντας τα προηγούμενα που ονομάστηκαν Διεθνή Πρότυπα Χρηματοοικονομικής Πληροφόρησης (I.F.R.S. - International Financial Reporting Standards). Το ίδιο έτος (2002) εκδίδεται και ο σχετικός με τα διεθνή λογιστικά πρότυπα ευρωπαϊκός κανονισμός 1606/2002, οι διατάξεις του οποίου δίνουν τις κατευθυντήριες οδηγίες για την εφαρμογή των Δ.Λ.Π.⁸⁷ υποχρεωτικά από όλες τις εισηγμένες σε

⁸⁶ Encyclopedia Wikipedia, "International Accounting Standards Committee". (Wikimedia Foundation, 2018), πρόσβαση στις 30 Σεπτεμβρίου 2018,

https://en.wikipedia.org/wiki/International_Accounting_Standards_Committee

⁸⁷ Σύμφωνα με το άρθρο 2 της κοινοτικής οδηγίας 1606/2002 : Ως «Διεθνή Λογιστικά Πρότυπα» νοούνται τα Διεθνή Λογιστικά Πρότυπα (ΔΛΠ), τα Διεθνή Πρότυπα Χρηματοοικονομικής Πληροφόρησης (ΔΠΧΠ) και οι συναφείς ερμηνείες (ερμηνείες της SIC-ΔΠΧΠ), οι μεταγενέστερες τροποποιήσεις των εν λόγω προτύπων και συναφών ερμηνειών καθώς και τα μελλοντικά πρότυπα και συναφείς ερμηνείες που θα εκδώσει ή θα δημοσιεύσει στο μέλλον ο Οργανισμός Διεθνών Λογιστικών Προτύπων (ΟΔΛΠ – IASB).

οργανωμένες χρηματιστηριακές αγορές εταιρείες των κρατών - μελών της Ε.Ε. (εφαρμογή από 01/01/2005). Τέλος, αξίζει να αναφερθεί η υπογραφή μνημονίου⁸⁸ συνεργασίας και συνεννόησης το 2002 ανάμεσα στο Συμβούλιο Διεθνών Λογιστικών Προτύπων (I.A.S.B.) και του αντίστοιχου αμερικανικού Συμβουλίου Χρηματοοικονομικών Λογιστικών Προτύπων (F.A.S.B - Financial Accounting Standards Board), προκειμένου να επιτευχθεί η πολυπόθητη και αναγκαία σύγκλιση των λογιστικών κανόνων απεικόνισης και σύνταξης των οικονομικών καταστάσεων σε παγκόσμιο πλέον επίπεδο.

4.2.2 Εισαγωγή - Διεθνές Λογιστικό Πρότυπο 17

Το Διεθνές Λογιστικό Πρότυπο 17 (I.A.S. 17) ασχολείται με τις μισθώσεις και πιο συγκεκριμένα με τις μισθώσεις πάγιων περιουσιακών στοιχείων στα πλαίσια λειτουργίας των επιχειρήσεων. Στο πρότυπο αυτό ορίζονται οι λογιστικές αρχές και πρακτικές που πρέπει να ακολουθούν τόσο οι εκμισθωτές όσο και οι μισθωτές σχετικά με την λογιστική παρακολούθηση των μισθώσεων. Εξειδικεύει θέματα αναγνώρισης, επιμέτρησης και καταχώρισης των περιουσιακών στοιχείων που χρησιμοποιούνται με συμβάσεις μίσθωσης στα λογιστικά βιβλία των συμβαλλόμενων. Επίσης, το πρότυπο επιβάλλει ορισμένες γνωστοποιήσεις που είναι απαραίτητες να γίνουν στις σημειώσεις των οικονομικών καταστάσεων που αποτελούν πλέον αναπόσπαστο κομμάτι των ετήσιων οικονομικών εκθέσεων που δημοσιεύονται. Το πρότυπο αυτό εφαρμόζεται από εταιρείες - εκμισθωτές που παραχωρούν το δικαίωμα χρήσης κάποιου περιουσιακού στοιχείου και από εταιρείες - μισθωτές που κάνουν χρήση αυτού του δικαιώματος, ανεξαρτήτως ποιος είναι υπεύθυνος για την συντήρηση του παγίου. Η εφαρμογή του προτύπου είναι υποχρεωτική από 01/01/2005 για όλες τις εισηγμένες επιχειρήσεις στο Χ.Α.Α. οι οποίες συντάσσουν τις οικονομικές τους καταστάσεις με βάση τα Δ.Λ.Π. Ο σκοπός του προτύπου όπως αναφέρεται στην εισαγωγή του είναι να υποδείξει στους μισθωτές και στους εκμισθωτές ποιες είναι οι κατάλληλες λογιστικές πολιτικές και γνωστοποιήσεις που πρέπει να εφαρμοσθούν για τις μισθώσεις. Οι λογιστικές αρχές, πολιτικές και γνωστοποιήσεις που καθορίζει το πρότυπο έχουν εφαρμογή τόσο στις χρηματοδοτικές μισθώσεις, όσο και στις λειτουργικές..

Φορολογική και λογιστική πύλη ενημέρωσης (Taxheaven). "Κανονισμός (ΕΚ) Αριθ. 1606/2002 του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου της 19ης Ιουλίου 2002 για την εφαρμογή των διεθνών λογιστικών προτύπων", 2009,

<https://www.taxheaven.gr/laws/circular/view/id/9578> Πρόσβαση στις 2 Οκτωβρίου 2018.

⁸⁸ Wikipedia Encyclopedia, "Norwalk Agreement". (Wikimedia Foundation, 2018), πρόσβαση στις 2 Οκτωβρίου 2018, https://en.wikipedia.org/wiki/Norwalk_Agreement

4.2.3 Πεδίο Εφαρμογής

Το πρότυπο εφαρμόζεται σε όλες τις περιπτώσεις μίσθωσης εκτός από ορισμένες εξαιρέσεις οι οποίες είναι :

- μισθώσεις που σχετίζονται με εξεύρεση ή χρήση μεταλλευμάτων, πετρελαίου, φυσικού αερίου και παρόμοιων πόρων που δεν μπορούν να αναπαραχθούν
- συμβάσεις παραχώρησης δικαιώματος χρήσης κινηματογραφικών ταινιών, μαγνητοσκοπήσεων, θεατρικών έργων, χειρόγραφων κειμένων, ευρεσιτεχνιών και πνευματικών δικαιωμάτων
- συμβάσεις για υπηρεσίες που δεν μεταβιβάζουν το δικαίωμα χρήσης περιουσιακών στοιχείων από το ένα συμβαλλόμενο μέρος στο άλλο

Αντίθετα, το πρότυπο εφαρμόζεται σε συμβάσεις μίσθωσης όπου ο εκμισθωτής παρέχει σύμφωνα με την σύμβαση σημαντικές υπηρεσίες για την λειτουργία ή τη συντήρηση του πάγιου περιουσιακού στοιχείου και το δικαίωμα χρήσης του μεταβιβάζεται από το ένα συμβαλλόμενο μέρος στο άλλο.

Επίσης το πρότυπο δεν εφαρμόζεται σχετικά με τη βάση επιμέτρησης για :

- ακίνητα που κατέχονται από μισθωτές και αντιμετωπίζονται λογιστικά ως επενδύσεις σε ακίνητα (Δ.Λ.Π 40 «Επενδύσεις σε Ακίνητα».)
- επένδυση σε ακίνητο που παραχωρούν εκμισθωτές με λειτουργικές μισθώσεις (Δ.Λ.Π 40 «Επενδύσεις σε Ακίνητα».)
- βιολογικά περιουσιακά στοιχεία που βρίσκονται στην κατοχή μισθωτών μέσω χρηματοδοτικών μισθώσεων (Δ.Λ.Π. 41 «Γεωργία»)
- βιολογικά περιουσιακά στοιχεία που παρέχουν εκμισθωτές με λειτουργικές μισθώσεις (Δ.Λ.Π. 41 «Γεωργία»)

4.2.4 Ταξινόμηση των μισθώσεων

Σύμφωνα με το πρότυπο μια μίσθωση αξιολογείται ως χρηματοδοτική ή λειτουργική με βάση την ουσία της συναλλαγής και όχι από τον τύπο της σύμβασης. Μια μίσθωση θεωρείται χρηματοδοτική αν πληροί ένα ή περισσότερα από τα παρακάτω κριτήρια :

- Μέχρι την λήξη της διάρκειας μίσθωσης ο μισθωτής αποκτά την κυριότητα του μισθίου.

- Στην αρχή της μισθωτικής περιόδου η παρούσα αξία των ελάχιστων καταβολών μισθωμάτων θα πρέπει να είναι τουλάχιστον ίση με την εύλογη αξία του μισθωμένου περιουσιακού στοιχείου.
- Ο μισθωτής έχει το δικαίωμα να αγοράσει το μίσθιο σε τιμή που αναμένεται να είναι αρκετά χαμηλότερη από την εύλογη αξία που θα έχει το μίσθιο την στιγμή που πρόκειται να ασκήσει αυτό το δικαίωμα, γεγονός που το κάνει σχεδόν σίγουρο ότι θα προβεί τελικά στην άσκηση του δικαιώματος αγοράς.
- Η διάρκεια της μίσθωσης εκτείνεται στο μεγαλύτερο μέρος της οικονομικής ζωής του παγίου.
- Είναι τέτοια η φύση του μισθωμένου παγίου που μόνο ο μισθωτής μπορεί να το χρησιμοποιήσει χωρίς να απαιτούνται σημαντικές τροποποιήσεις.
- Ο μισθωτής έχει την δυνατότητα ανανέωσης της διάρκειας εκμίσθωσης με μίσθωμα αρκετά χαμηλότερο από τα ισχύοντα στην αγορά.
- Η δυνατότητα ακύρωσης της σύμβασης εκ μέρους του μισθωτή, συνεπάγεται την κάλυψη των ζημιών του εκμισθωτή.
- Τα κέρδη ή οι ζημίες που ενδεχομένως προκύπτουν από την αυξομείωση της τρέχουσας υπολειμματικής αξίας του παγίου, τα επωμίζεται ο μισθωτής.

Μισθώσεις που δεν καλύπτουν κανένα από τα παραπάνω κριτήρια κατατάσσονται ως λειτουργικές. Επίσης, μισθώσεις, οι όροι των οποίων μεταβάλλονται πριν παρέλθει η μισθωτική περίοδο και με τους νέους όρους τεκμαίρεται διαφορετική κατάταξή τους με βάση τα παραπάνω κριτήρια, για τους σκοπούς αυτού του προτύπου θεωρείται νέα μίσθωση μέχρι την λήξη της και ο λογιστικός χειρισμός τους αντιμετωπίζεται αναλόγως.

4.2.5 Κατάταξη Μισθώσεων σε γη και Ακίνητα

Ιδιαίτερη αναφορά γίνεται στο πρότυπο για την γη και τα ακίνητα, λόγω των ιδιαίτερων χαρακτηριστικών τους. Σύμφωνα με το πρότυπο η γη και τα ακίνητα κατατάσσονται ως ακολούθως :

- Η κατηγοριοποίηση των μισθώσεων γης και κτιρίων σε λειτουργικές ή χρηματοδοτικές γίνεται με τον ίδιο τρόπο όπως οι μισθώσεις άλλων περιουσιακών στοιχείων. Ειδική αναφορά γίνεται στην γη η οποία έχει το χαρακτηριστικό της απεριόριστης οικονομικής ζωής. Σύμφωνα με το πρότυπο η μίσθωση γης κατατάσσεται ως λειτουργική όταν ο μισθωτής δεν αναμένεται να αποκτήσει την

κυριότητα της γης κατά την λήξη της σύμβασης. Όταν η μίσθωση γης κατατάσσεται ως λειτουργική, η καταβολή που γίνεται κατά την έναρξη της μίσθωσης ή όταν αποκτάται το περιουσιακό στοιχείο θεωρείται προκαταβολή μισθωμάτων τα οποία αποσβένονται κατά τη διάρκεια της μίσθωσης σύμφωνα με τις ωφέλειες που παρέχονται.

- Για την κατάταξη μισθώσεων που περιλαμβάνουν γη και κτίρια, υπάρχει διαχωρισμός των δύο αυτών περιουσιακών στοιχείων. Για την μίσθωση γης ισχύουν ότι αναφέρθηκε παραπάνω. Για τα κτίρια εντός της γης η αξιολόγηση της μίσθωσης ως χρηματοδοτική ή λειτουργική ακολουθεί τα κριτήρια που ορίζει το πρότυπο για τα υπόλοιπα περιουσιακά στοιχεία. Μπορούν να αξιολογηθούν ως μονάδα μόνο στην περίπτωση που η αξία της γης θεωρείται επουσιώδης δηλαδή αποτιμάται σε ποσό μικρής αξίας. Σε αυτήν την περίπτωση η οικονομική ζωή του κτιρίου αποτελεί την οικονομική ζωή ολόκληρου του μισθωμένου παγίου.
- Για την κατάταξη μίσθωσης γης και κτιρίων με βάση το κριτήριο των ελάχιστων καταβολών μισθωμάτων, αυτές κατανέμονται αναλογικά με βάση τις εύλογες αξίες των δύο στοιχείων (γης και κτιρίων) κατά την έναρξη της μίσθωσης. Αν οι ελάχιστες καταβολές μισθωμάτων δεν μπορούν να επιμεριστούν αξιόπιστα στα δύο στοιχεία, τότε η μίσθωση γης και κτιρίων λογίζεται ως μονάδα και κατατάσσεται ως χρηματοδοτική εκτός αν υπάρχουν ενδείξεις ότι αμφότερα τα δύο στοιχεία αποτελούν λειτουργικές μισθώσεις, οπότε η μίσθωση κατατάσσεται λειτουργική στο σύνολό της.
- Όταν η μίσθωση γης και κτιρίων θεωρούνται επένδυση σε ακίνητο από την πλευρά του μισθωτή σύμφωνα με το Δ.Λ.Π. 40, τότε αποτιμούνται με βάση την εύλογη αξία τους και δεν είναι αναγκαίο να αποτιμηθούν ξεχωριστά. Η ξεχωριστή αποτίμηση απαιτείται όταν το ένα από τα δύο ή και τα δύο στοιχεία δεν μπορούν να καταταχθούν.
- Ακίνητο που χρησιμοποιεί ο μισθωτής βάσει λειτουργικής μίσθωσης και κατατάσσεται ως επένδυση σε ακίνητο σύμφωνα με το Δ.Λ.Π. 40, αντιμετωπίζεται λογιστικά ως χρηματοδοτική μίσθωση και αναγνωρίζεται με την μέθοδο της εύλογης αξίας. Σε περίπτωση που προκύψει κάποιο μελλοντικό γεγονός, το οποίο αλλοιώνει την φύση του δικαιώματος που έχει ο μισθωτής στο ακίνητο έτσι ώστε να μην κατατάσσεται πλέον ως επένδυση σε ακίνητο, η μίσθωση συνεχίζει να θεωρείται χρηματοδοτική. Αυτό μπορεί να συμβεί αν για παράδειγμα ο μισθωτής

υπομισθώσει το ακίνητο σε κάποιον τρίτο, μεταφέροντας ουσιαστικά όλους τους κινδύνους και τα οφέλη από την χρήση του μίσθιου. Η υπομίσθωση σε αυτήν την περίπτωση λογίζεται ως χρηματοδοτική μίσθωση από τον μισθωτή προς το τρίτο μέρος, αν και εκ φύσεως θα μπορούσε να αντιμετωπιστεί και ως λειτουργική μίσθωση από το τρίτο μέρος. Μια δεύτερη περίπτωση που μπορεί να υπάρξει είναι εάν το ακίνητο που χρησιμοποιεί ο μισθωτής καταστεί ιδιοχρησιμοποιούμενο με τεκμαρτό κόστος ίσο με την εύλογη αξία την ημερομηνία μεταβολής της χρήσης του ακινήτου.

4.2.6 Αρχική αναγνώριση και μεταγενέστερη αποτίμηση μισθώσεων⁸⁹

Χρηματοδοτικές Μισθώσεις – Αρχική Αναγνώριση – Μισθωτής

Κατά την αρχική αναγνώριση, τόσο το περιουσιακό στοιχείο, όσο και η υποχρέωση καταβολής των μισθωμάτων, αναγνωρίζονται ισόποσα στον ισολογισμό, εκτός από οποιαδήποτε αρχικά άμεσα κόστη του μισθωτή που προστίθενται στο ποσό που αναγνωρίζεται ως περιουσιακό στοιχείο.

Χρηματοδοτικές Μισθώσεις – Μεταγενέστερη Αποτίμηση - Μισθωτής

Οι ελάχιστες καταβολές μισθωμάτων επιμερίζονται στην χρηματοοικονομική επιβάρυνση (τόκο) και σε μείωση της ανεξόφλητης υποχρέωσης. Η πληρωμή των τόκων κατανέμεται ισόποσα καθ' όλη τη διάρκεια της μισθωτικής περιόδου, ούτως ώστε να προκύπτει ένα σταθερό περιοδικό επιτόκιο επί του ανεξόφλητου υπολοίπου της υποχρέωσης. Τα ενδεχόμενα μισθώματα αναγνωρίζονται ως έξοδο στις περιόδους κατά τις οποίες πραγματοποιούνται.

Χρηματοδοτικές Μισθώσεις – Αρχική Αναγνώριση – Εκμισθωτής

Οι εκμισθωτές αναγνωρίζουν στον ισολογισμό ως απαίτηση ποσό ίσο με την καθαρή επένδυση στη μίσθωση. Οι απαιτήσεις μισθωμάτων αντιμετωπίζονται από τον εκμισθωτή ως εξόφληση κεφαλαίου και ως χρηματοοικονομικό έσοδο (τόκος) που αντιστοιχεί στην ανταμοιβή του εκμισθωτή για την επένδυση και τις υπηρεσίες του. Τα αρχικά άμεσα κόστη που σχετίζονται άμεσα με την συμφωνία μιας μίσθωσης συμπεριλαμβάνονται στην αρχική επιμέτρηση της απαίτησης.

⁸⁹ Οι σχετικές πληροφορίες σχετικά με την λογιστική αντιμετώπιση των μισθώσεων από πλευράς μισθωτή και εκμισθωτή παρουσιάζονται αναλυτικά στην υποενότητα 3.1.4 και 3.2.4 αντίστοιχα (βλ. σελ. 36 και 47)

Χρηματοδοτικές Μισθώσεις – Μεταγενέστερη Αποτίμηση - Εκμισθωτής

Τα εισπραττόμενα μισθώματα της κάθε περιόδου, εξαιρώντας τα κόστη υπηρεσιών, είναι μειωτικά της ακαθάριστης επένδυσης της μίσθωσης, μειώνοντας τόσο το κεφάλαιο, όσο και το μη δεδουλευμένο χρηματοοικονομικό έσοδο.

Λειτουργικές Μισθώσεις – Αρχική Αναγνώριση – Μισθωτής

Οι καταβολές των μισθωμάτων βάσει μιας λειτουργικής μίσθωσης αναγνωρίζονται σε βάρος των αποτελεσμάτων ως έξοδο, με την ευθεία μέθοδο, σε όλη τη διάρκεια της μίσθωσης, εκτός αν μία άλλη συστηματική βάση είναι πιο αντιπροσωπευτική της χρονικής κατανομής του οφέλους για το χρήστη.

Λειτουργικές Μισθώσεις – Μεταγενέστερη Αποτίμηση - Μισθωτής

Για τις λειτουργικές μισθώσεις, οι πληρωμές μισθωμάτων (μη συμπεριλαμβανομένου του κόστους για υπηρεσίες, όπως ασφάλιση και συντήρηση) αναγνωρίζονται ως έξοδο με την ευθεία μέθοδο σε ολόκληρη τη διάρκεια της μισθωτικής περιόδου, εκτός αν μία άλλη συστηματική βάση είναι πιο αντιπροσωπευτική της χρονικής κατανομής της ωφέλειας του χρήστη.

Λειτουργικές Μισθώσεις – Αρχική Αναγνώριση – Εκμισθωτής

Οι εκμισθωτές παρουσιάζουν στον ισολογισμό τους τα περιουσιακά στοιχεία που υπόκεινται σε λειτουργικές μισθώσεις σύμφωνα με τη φύση του κάθε περιουσιακού στοιχείου.

Λειτουργικές Μισθώσεις – Μεταγενέστερη Αποτίμηση - Εκμισθωτής

Τα έσοδα της μίσθωσης από λειτουργικές μισθώσεις αναγνωρίζονται στα αποτελέσματα με την ευθεία μέθοδο σε ολόκληρη τη διάρκεια της μίσθωσης, εκτός αν μία άλλη συστηματική μέθοδος είναι πιο αντιπροσωπευτική του ρυθμού μείωσης του οφέλους που αποφέρει η χρήση του περιουσιακού στοιχείου.

4.2.7 Γνωστοποιήσεις

Χρηματοδοτικές Μισθώσεις

Σύμφωνα με το πρότυπο ο μισθωτής για τις χρηματοδοτικές μισθώσεις υποχρεούται να γνωστοποιεί τα εξής :

- Την καθαρή λογιστική αξία κάθε κατηγορίας περιουσιακών στοιχείων κατά τη ημερομηνία του Ισολογισμού.
- Το σύνολο της ελάχιστης καταβολής μελλοντικών μισθωμάτων κατά την ημερομηνία του ισολογισμού, το οποίο θα πρέπει να ισούται με την παρούσα αξία τους, κατανεμημένο στις εξής περιόδους α) μέχρι ένα χρόνο, β) πάνω από ένα χρόνο και μέχρι πέντε χρόνια, γ) πάνω από πέντε χρόνια.
- Τα ενδεχόμενα μισθώματα που αναγνωρίστηκαν κατά την διάρκεια της περιόδου και καταχωρήθηκαν ως δαπάνη.
- Το σύνολο της ελάχιστης καταβολής μελλοντικών υπομισθωμάτων, από μη ακυρώσιμες υπομισθώσεις κατά την ημερομηνία του Ισολογισμού.
- Γενική περιγραφή των σημαντικών μισθωτικών συμφωνιών του μισθωτή όπως για παράδειγμα η βάση υπολογισμού των ενδεχόμενων μισθωμάτων, οι όροι που προβλέπονται για την άσκηση των δικαιωμάτων ανανέωσης ή αγοράς, οι τυχόν περιορισμοί που έχουν επιβληθεί για τη σύναψη νέων μισθώσεων, αύξηση χρεών ή καταβολής μερισμάτων, τυχόν ρήτρες αποζημιώσεις κ.λπ.
- Όλες τις επιπλέον γνωστοποιήσεις που προβλέπονται από τα διεθνή λογιστικά πρότυπα 16, 36, 38, 40 και 41 και αφορούν μισθωτές που συνάπτουν χρηματοδοτικές μισθώσεις.

Αντίστοιχα ο εκμισθωτής για τις χρηματοδοτικές μισθώσεις υποχρεούται να γνωστοποιεί τα εξής :

- Την ακαθάριστη επένδυση στη μίσθωση κατά την ημερομηνία του Ισολογισμού, η οποία θα πρέπει να ισούται με την παρούσα αξία της ελάχιστης εισπρακτέας καταβολής μισθωμάτων, κατανεμημένη στις εξής περιόδους α) μέχρι ένα χρόνο, β) πάνω από ένα χρόνο και μέχρι πέντε χρόνια, γ) πάνω από πέντε χρόνια.
- Τους μη δεδουλευμένους τόκους (έσοδο).
- Τις μη εγγυημένες υπολειμματικές αξίες που δικαιούται ο μισθωτής .
- Τη συσσωρευμένη πρόβλεψη για ανείσπρακτες απαιτήσεις από ελάχιστα μισθώματα.

- Τα ενδεχόμενα μισθώματα που αναγνωρίστηκαν ως έσοδο κατά την διάρκεια της περιόδου.
- Γενική περιγραφή των σημαντικών διακανονισμών του εκμισθωτή αναφορικά με τις μισθώσεις.

Επιπροσθέτως, το πρότυπο κρίνει σκόπιμο πέρα των παραπάνω γνωστοποιήσεων, ο εκμισθωτής να γνωστοποιεί την ακαθάριστη επένδυση μειωμένη κατά το μη πραγματοποιούμενο κέρδος από μια νέα δραστηριότητα που ξεκίνησε εντός της χρήσης και αφού αφαιρεθούν και σχετικά ποσά από ακυρωθείσες μισθώσεις.

Λειτουργικές Μισθώσεις

Σύμφωνα με το πρότυπο ο μισθωτής για τις λειτουργικές μισθώσεις υποχρεούται να γνωστοποιεί τα εξής :

- Το σύνολο της ελάχιστης καταβολής μελλοντικών μισθωμάτων μη ακυρωτέων λειτουργικών μισθώσεων κατανεμημένο στις εξής περιόδους : α) μέχρι ένα χρόνο, β) πάνω από ένα χρόνο και μέχρι πέντε χρόνια, γ) πάνω από πέντε χρόνια.
- Το σύνολο της ελάχιστης καταβολής μελλοντικών υπομισθωμάτων βάσει μη ακυρώσιμων υπομισθώσεων κατά την ημερομηνία του Ισολογισμού
- Το σύνολο των πληρωμών μισθωμάτων και υπομισθωμάτων, καθώς και των ενδεχόμενων μισθωμάτων που αναγνωρίστηκαν ως δαπάνες στα αποτελέσματα χρήσης κατά την διάρκεια της περιόδου. Τα ποσά που καταβλήθηκαν στην χρήση παρουσιάζονται ξεχωριστά σε συνολικό ποσό της ελάχιστης καταβολής μισθωμάτων, συνολικό ποσό των ενδεχόμενων μισθωμάτων και συνολικό ποσό των υπομισθωμάτων.
- Γενική περιγραφή των σημαντικών μισθωτικών συμφωνιών του μισθωτή όπως για παράδειγμα ποια είναι η βάση υπολογισμού των ενδεχόμενων μισθωμάτων, ποιοι είναι οι όροι που προβλέπονται για την άσκηση των δικαιωμάτων ανανέωσης ή αγοράς, ποιοι είναι οι τυχόν περιορισμοί που έχουν επιβληθεί για τη σύναψη νέων μισθώσεων, αύξηση χρεών ή καταβολής μερισμάτων, τυχόν ρήτρες αποζημιώσεις κ.λπ.

Αντίστοιχα ο εκμισθωτής για τις λειτουργικές μισθώσεις υποχρεούται να γνωστοποιεί τα εξής :

- Τις συνολικές μελλοντικές ελάχιστες καταβολές μισθωμάτων βάσει μη ακυρωτέων λειτουργικών μισθώσεων καταναμημένες στις εξής περιόδους : α) μέχρι ένα χρόνο, β) πάνω από ένα χρόνο και μέχρι πέντε χρόνια, γ) πάνω από πέντε χρόνια.
- Τα συνολικά ενδεχόμενα μισθώματα που αναγνωρίστηκαν ως έσοδο κατά την διάρκεια της περιόδου
- Μια γενική περιγραφή των σημαντικών μισθωτικών συμφωνιών του εκμισθωτή.

4.3 Μετάβαση στα νέα δεδομένα Δ.Π.Χ.Α 16 «Μισθώσεις»

4.3.1 Εισαγωγή

Τον Ιανουάριο του 2016, το Συμβούλιο Διεθνών Λογιστικών Προτύπων (I.A.S.B) με την συνδρομή του Συμβουλίου Χρηματοοικονομικών Λογιστικών Προτύπων (F.A.S.B) αποφάσισαν από κοινού, μετά από μακρόχρονες διεργασίες και συζητήσεις επί του θέματος των μισθώσεων, να εκδώσουν δύο νέα λογιστικά πρότυπα. Τα νέα λογιστικά πρότυπα που σχετίζονται με τη συμμόρφωση και τη λογιστική διαχείριση μισθωμάτων ακινήτων και περιουσιακών στοιχείων είναι τα I.F.R.S 16⁹⁰ και A.S.C. 842. Το Δ.Π.Χ.Α 16, το οποίο ήρθε ουσιαστικά να αντικαταστήσει το προϋπάρχον Δ.Λ.Π. 17, θα τεθεί σε ισχύ για ετήσιες περιόδους που ξεκινούν την ή μετά την 1^η Ιανουαρίου 2019 και είναι υποχρεωτικά εφαρμοστέο απ' όλες τις εισηγμένες εταιρείες του Χ.Α.Α. Το πεδίο εφαρμογής⁹¹ του νέου προτύπου είναι γενικά παρεμφερές με το Δ.Λ.Π 17 και αφορά όλες τις μισθώσεις που χρησιμοποιεί μια οντότητα για την χρηματοδότηση του ενεργητικού της. Ο βασικός στόχος των νέων προτύπων είναι να ενισχυθεί η χρηματοπιστωτική διαφάνεια με την αναγραφή στον ισολογισμό όλων σχεδόν των υποχρεώσεων που απορρέουν από τις μισθώσεις περιουσιακών στοιχείων.

⁹⁰ Wikipedia Encyclopedia, "IFRS 16". (Wikimedia Foundation, 2018), πρόσβαση στις 10 Οκτωβρίου 2018, https://en.wikipedia.org/wiki/IFRS_16

⁹¹ Το πρότυπο έχει εφαρμογή σε όλες τις μισθώσεις, εκτός από:

- Μισθώσεις μη αναγεννητικών πόρων,
 - Μισθώσεις βιολογικών περιουσιακών στοιχείων,
 - Συμφωνίες παραχώρησης υπηρεσιών,
 - Άδειες πνευματικής ιδιοκτησίας που χορηγούνται από τον εκμισθωτή,
 - Δικαιώματα που κατέχει ο μισθωτής βάσει ορισμένων συμφωνιών παραχώρησης αδειών (π.χ. ταινίες).
- Επίσης, σύμφωνα με το πρότυπο ο μισθωτής επιτρέπεται, αλλά δεν απαιτείται, να εφαρμόσει το Δ.Π.Χ.Α.16 σε μισθώσεις άυλων περιουσιακών στοιχείων (π.χ. αποκλειστικές άδειες για εμπορικά σήματα), εκτός εκείνων που περιγράφονται παραπάνω.

Deloitte Touche Tohmatsu Limited, *Leases: A guide to IFRS 16*, (London : The Creative Studio at Deloitte, 2016), chap, 2.1, 15,

<https://www2.deloitte.com/content/dam/Deloitte/sg/Documents/audit/sea-audit-IFRS-16-guide.pdf>

Πρόσβαση στις 5 Οκτωβρίου 2018.

Η μίσθωση σήμερα χρησιμοποιείται ευρέως από πολλές επιχειρήσεις. Είναι μέσο για την πρόσβαση σε περιουσιακά στοιχεία, την απόκτηση χρηματοδότησης αυτών και την μείωση της έκθεσης μιας επιχείρησης στον πλήρη κίνδυνο της ιδιοκτησίας του περιουσιακού στοιχείου. Ως εκ τούτου, η επικράτηση του leasing, οδήγησε στην επιτακτική ανάγκη αποτύπωσης αυτών των ποσών στις καταστάσεις οικονομικής θέσης των επιχειρήσεων, ώστε οι χρήστες των οικονομικών καταστάσεων να έχουν μια πλήρη και κατανοητή εικόνα των δραστηριοτήτων μίσθωσης των επιχειρήσεων. Το προηγούμενο καθεστώς λογιστικής διαχείρισης των μισθώσεων επικρίθηκε έντονα επειδή ακριβώς απέτυχε να ικανοποιήσει τις ανάγκες των χρηστών των οικονομικών καταστάσεων, διότι δεν παρείχε πάντα μια πιστή αντιπροσώπευση των πράξεων μίσθωσης. Ειδικότερα, με τον προγενέστερο Δ.Λ.Π. 17 δεν απαιτείται οι μισθωτές να αναγνωρίζουν περιουσιακά στοιχεία και υποχρεώσεις από λειτουργικές μισθώσεις στους ισολογισμούς τους. Κατά συνέπεια, ένα σημαντικό μέρος των υποχρεώσεων από μισθώματα αντιμετωπίζονταν ως λειτουργικά έξοδα. Αυτό είχε σαν αποτέλεσμα, τα λειτουργικά έσοδα μιας επιχείρησης, η οποία παρουσιάζει σημαντικά έξοδα λειτουργικής μίσθωσης να είναι παραπλανητικά, όπως και οι λογιστικές αξίες του χρέους και του κεφαλαίου. Εάν χρησιμοποιηθούν αυτοί οι αναφερόμενοι αριθμοί στην χρηματοοικονομική ανάλυση μιας επιχείρησης, θα γίνουν λανθασμένες εκτιμήσεις των δεικτών χρέους, απόδοσης, κερδοφορίας, και μόχλευσης.

4.3.2 Τα νέα δεδομένα του Δ.Π.Χ.Α 16

Μέχρι σήμερα, σύμφωνα με τους υφιστάμενους κανόνες, οι μισθώσεις λογίζονταν είτε ως λειτουργικές είτε ως χρηματοδοτικές, ανάλογα με τους συμβατικούς οικονομικούς όρους που προβλέπονταν στα συμβόλαιά τους. Με το νέο πρότυπο η κατάταξη αυτή δεν υφίσταται πια για τους μισθωτές. Όλες οι μισθώσεις αντιμετωπίζονται λογιστικά με τον ίδιο τρόπο που αντιμετωπίζονται οι χρηματοδοτικές μισθώσεις, εκτός ορισμένων εξαιρέσεων (εξαίρεση προβλέπεται για βραχυχρόνιες μισθώσεις έως 12 μηνών και καινούργιο εξοπλισμό μικρής αξίας έως 5.000\$). Αυτό σημαίνει ότι οι επιχειρήσεις καλούνται πλέον να κεφαλαιοποιούν όλα τα ποσά που προέρχονται από λειτουργικές μισθώσεις στον ισολογισμό τους, δημιουργώντας μια υποχρέωση στο παθητικό τους, που αντιπροσωπεύει την παρούσα αξία των μελλοντικών πληρωμών μισθωμάτων μέχρι την ημερομηνία ενσωμάτωσης, προεξοφλημένες με το διαφορικό επιτόκιο δανεισμού του μισθωτή και αντίστοιχα μια ισόποση απαίτηση στο σκέλος του ενεργητικού που αντιπροσωπεύει το δικαίωμα χρήσης στο μισθωμένο πάγιο.

Η φιλοσοφία του νέου προτύπου είναι εντελώς διαφορετική, μετατοπίζοντας το σημείο ενδιαφέροντος από τα «βάρη, τους κινδύνους και τις ωφέλειες» που συνεπάγεται η ιδιοκτησία του περιουσιακού στοιχείου, στον προσδιορισμό εάν μια συμφωνία πληροί τον ορισμό της μίσθωσης και σε πιο βαθμό. Σύμφωνα με το πρότυπο⁹², η μίσθωση ορίζεται «ως ένα συμβόλαιο ή μέρος ενός συμβολαίου, το οποίο εκχωρεί το δικαίωμα της χρήσης ενός υποκείμενου περιουσιακού στοιχείου (**right to use an asset**) για ορισμένη χρονική περίοδο έναντι ανταλλάγματος εξ επαχθούς αιτίας»⁹³. Αυτό σημαίνει, ότι ο μισθωτής για ορισμένη περίοδο, έχει το δικαίωμα όχι μόνο της χρήσης του αλλά και του ελέγχου της χρήσης ενός αναγνωρίσιμου περιουσιακού στοιχείου (δηλαδή να καθορίζει με ποιο τρόπο και για ποιο σκοπό χρησιμοποιείται), αποκομίζοντας ουσιαστικά όλα τα οικονομικά οφέλη που απορρέουν από αυτό. Το πρότυπο επίσης δίνει έμφαση στην διάκριση μισθώσεων και υπηρεσιών. Κάνει δεκτή την παραδοχή ότι πολλές συμφωνίες εμπεριέχουν μια λειτουργική μίσθωση στο συμβόλαιο ή ότι οι συμβάσεις λειτουργικής μίσθωσης εμπεριέχουν και μη μισθωμένα συστατικά μέρη (π.χ. υπηρεσίες συντήρησης). Σύμφωνα με το νέο πρότυπο, τόσο οι μισθωτές όσο και οι εκμισθωτές θα πρέπει να καθορίσουν εάν το δικαίωμα χρήσης ενός υποκείμενου περιουσιακού στοιχείου αποτελεί ξεχωριστή συνιστώσα μίσθωσης στις συμβάσεις, με βάση δύο κριτήρια⁹⁴ :

- Ο μισθωτής μπορεί να επωφεληθεί από τη χρήση του υποκείμενου περιουσιακού στοιχείου είτε μόνο του είτε μαζί με άλλους πόρους που είναι άμεσα διαθέσιμοι στο μισθωτή. Οι άμεσα διαθέσιμοι πόροι είναι αγαθά ή υπηρεσίες που πωλούνται ή εκμισθώνονται ξεχωριστά (από τον εκμισθωτή ή άλλους προμηθευτές) ή πόρους που έχει ήδη αποκτήσει ο μισθωτής (από τον εκμισθωτή ή από άλλες συναλλαγές ή γεγονότα) και
- Το υποκείμενο περιουσιακό στοιχείο δεν εξαρτάται σε μεγάλο βαθμό ούτε συνδέεται σε μεγάλο βαθμό με τα άλλα υποκείμενα περιουσιακά στοιχεία της σύμβασης. Για παράδειγμα, το γεγονός ότι ο μισθωτής θα μπορούσε να αποφασίσει να μην μισθώσει το υποκείμενο περιουσιακό στοιχείο χωρίς να επηρεάσει σημαντικά τα δικαιώματά του να χρησιμοποιεί άλλα υποκείμενα περιουσιακά στοιχεία στη σύμβαση ενδέχεται να υποδηλώνει ότι το υποκείμενο περιουσιακό στοιχείο δεν εξαρτάται σε μεγάλο βαθμό από τα άλλα υποκείμενα περιουσιακά στοιχεία.

⁹² Deloitte, *Leases: A guide to IFRS 16*.

⁹³ Deloitte, *Leases: A guide to IFRS 16*, chap. 3.1, 17.

⁹⁴ Deloitte, *Leases: A guide to IFRS 16*, chap. 4.1.2, 28.

Το πρότυπο από πρακτικής απόψεως και για λόγους σκοπιμότητας, δίνει την δυνατότητα επιλογής της πολιτικής που θα ακολουθήσουν οι μισθωτές, ώστε να μην διαχωρίζουν τα μη μισθωμένα συστατικά μέρη από τις συμβάσεις μίσθωσης για μια κατηγορία υποκειμένων περιουσιακών στοιχείων. Σε τέτοιες περιπτώσεις, ολόκληρη η σύμβαση λογίζεται ως μίσθωση. Ωστόσο, θα πρέπει να συνυπολογιστεί ότι οι χωριστές συνιστώσες μη μίσθωσης μειώνουν τα ποσά που αναγνωρίζονται ως μισθωμένα περιουσιακά στοιχεία και υποχρεώσεις από μισθώματα, αλλά και ότι το κόστος που σχετίζεται με τα μη μισθωμένα εξαρτήματα ταξινομείται ως λειτουργικό⁹⁵.

Σύμφωνα με το πρότυπο, η διάρκεια μίσθωσης ορίζεται ως η «μη ακυρωτέα περίοδο για την οποία ο μισθωτής έχει το δικαίωμα να χρησιμοποιεί ένα υποκείμενο περιουσιακό στοιχείο περιλαμβανομένων των προαιρετικών περιόδων»⁹⁶ :

- περίοδοι που καλύπτονται από μια επιλογή για επέκταση της μίσθωσης, αν ο μισθωτής έχει την εύλογη βεβαιότητα ότι θα ασκήσει αυτή την επιλογή, και
- περίοδοι που καλύπτονται από την επιλογή λύσης της μίσθωσης, εάν ο μισθωτής έχει την εύλογη βεβαιότητα ότι **δεν** θα ασκήσει την επιλογή αυτή.

Η επιλογή παράτασης της διάρκειας θα πρέπει να συμπεριλαμβάνεται στη μίσθωση εάν είναι εύλογα βέβαιο ότι ο μισθωτής θα ασκήσει το δικαίωμα προαίρεσης. Οι οντότητες, προκειμένου να εκτιμήσουν αυτή την πιθανότητα, θα πρέπει να εξετάσουν όλα τα σχετικά γεγονότα και περιστάσεις που δημιουργούν **οικονομικό κίνητρο για τον μισθωτή** να ασκήσει (ή να μην ασκήσει) το δικαίωμα επιλογής, συμπεριλαμβανομένων κάθε αναμενόμενης αλλαγής στα γεγονότα και περιστάσεις από την ημερομηνία έναρξης μέχρι την ημερομηνία άσκησης της επιλογής. Ο μισθωτής οφείλει να επανεξετάσει την επιλογή όταν προκύψουν σημαντικά γεγονότα ή αλλαγές στις συνθήκες που βρίσκονται υπό τον έλεγχό του. Δεν επιτρέπεται στον εκμισθωτή να επανεκτιμήσει τη διάρκεια μίσθωσης⁹⁷. Στις περιπτώσεις βραχυπρόθεσμων μισθώσεων (≤ 12 μηνών), ο καθορισμός της διάρκειας μίσθωσης θα πρέπει να συμπεριλαμβάνει τις επιλογές επέκτασης εάν η οικονομική οντότητα είναι εύλογα βέβαιη ότι θα ασκήσει τη δυνατότητα να επεκτείνει (ή να μην

⁹⁵ Deloitte, *Leases: A guide to IFRS 16*, chap. 4.2.3, 32.

⁹⁶ Deloitte, *Leases: A guide to IFRS 16*, chap. 5.1, 33.

⁹⁷ Deloitte, *Leases: A guide to IFRS 16*, chap. 5.6 – 6.7, 35-37.

τερματίσει) τη μίσθωση. Κάθε μίσθωση που περιέχει μια αγορά δεν είναι βραχυπρόθεσμη μίσθωση⁹⁸.

Σύμφωνα με το πρότυπο, για τον υπολογισμό των πληρωμών της μίσθωσης θα πρέπει να συνεκτιμώνται τα ακόλουθα⁹⁹ :

- Σταθερές πληρωμές (συμπεριλαμβανομένων των σταθερών πληρωμών κατ' ουσία,) μείον τα κίνητρα μίσθωσης.
- Μεταβλητές πληρωμές μισθωμάτων που βασίζονται σε ένα δείκτη ή επιτόκιο.
- Την τιμή άσκησης του δικαιώματος αγοράς, εάν ο μισθωτής είναι λογικά βέβαιος ότι θα ασκήσει τη δυνατότητα αυτή.
- Πληρωμές ποινών για τον τερματισμό της μίσθωσης, εάν η διάρκεια της μίσθωσης αντανάκλα τη δυνατότητα του μισθωτή που έχει να τερματίσει τη μίσθωση.
- Εγγυήσεις υπολειμματικής αξίας

Με βάση τα παραπάνω, τα ενδεχόμενα μισθώματα ή η μεταβλητές μισθώσεις θα πρέπει να περιλαμβάνονται στην αποτίμηση των περιουσιακών στοιχείων και των υποχρεώσεων της μίσθωσης όταν εξαρτώνται από ένα δείκτη ή ένα επιτόκιο ή όταν στην ουσία είναι σταθερές πληρωμές. Στα μισθώματα όμως, δεν συνυπολογίζονται οι πληρωμές των μη μισθωμένων συστατικών μερών, εκτός αν ο μισθωτής επιλέξει να τα ενσωματώσει στην σύμβαση μίσθωσης ως ενιαία πληρωμή.

Το νέο πρότυπο επιφέρει επίσης σημαντική αλλαγή σε σχέση με την τρέχουσα πρακτική στο πεδίο συναλλαγών των μισθώσεων της μορφής «πώλησης και επαναμίσθωσης» (Sale and lease back)¹⁰⁰. Ενώ το Δ.Λ.Π. 17 επικεντρώνεται στο αν η μίσθωση είναι λειτουργική ή χρηματοδοτική, το νέο πρότυπο επιβάλλει ρητά στον πωλητή – μισθωτή να καθορίσει εάν η συναλλαγή πώλησης και επαναμίσθωσης πληροί την προϋπόθεση για την πώληση του περιουσιακού στοιχείου. Οι συναλλασσόμενοι στην πώληση και επαναμίσθωση χρησιμοποιούν τον ορισμό της πώλησης του Δ.Π.Χ.Α 15 «Εσοδα από συμβόλαια με πελάτες»¹⁰¹ για να προσδιορίσουν εάν έχει πραγματοποιηθεί πώληση σε μια συναλλαγή «πώλησης και επαναμίσθωσης». Εάν η μεταβίβαση του

⁹⁸ Deloitte, *Leases: A guide to IFRS 16*, chap. 7.2.2, 45.

⁹⁹ Deloitte, *Leases: A guide to IFRS 16*, chap. 6.1, 39.

¹⁰⁰ Deloitte, *Leases: A guide to IFRS 16*, chap. 10.1, 86.

¹⁰¹ Οι οντότητες ενδέχεται να συνδυάσουν την υιοθέτηση του προτύπου νέων μισθώσεων με το νέο πρότυπο αναγνώρισης εσόδων από συμβάσεις με πελάτες (IFRS 15 εφαρμογή από 01/01/2018), λαμβάνοντας υπόψη τις αλληλεξαρτήσεις μεταξύ των δύο προτύπων.

υποκείμενου στοιχείου ικανοποιεί τις απαιτήσεις του Δ.Π.Χ.Α 15 που πρέπει να λογιστικοποιούνται ως πώληση, η συναλλαγή θα λογιστικοποιείται ως «πώληση και μίσθωση» τόσο από τον μισθωτή όσο και από τον εκμισθωτή. Εάν όχι, η συναλλαγή θα λογίζεται ως χρηματοδότηση και για τους δύο συναλλασσόμενους.

Σύμφωνα με το νέο πρότυπο, ο μισθωτής υποχρεούται για όλες τις λειτουργικές μισθώσεις – πλην των δύο εξαιρέσεων – που συνάπτονται από 01/01/2019 και μετά να αναγνωρίζει μια απαίτηση στο ενεργητικό, που αντιπροσωπεύει το δικαίωμα χρήσης του υποκείμενου περιουσιακού στοιχείου για τη διάρκεια της μίσθωσης και μια υποχρέωση στο παθητικό που αντιπροσωπεύει την υποχρέωση καταβολής μισθωμάτων, βάσει των προεξοφλημένων πληρωμών που απαιτούνται από την συμφωνία της μίσθωσης, λαμβάνοντας υπόψη την διάρκειά της. Το υποκείμενο περιουσιακό στοιχείο (ROU) αποτιμάται αρχικά στο ποσό της υποχρέωσης μίσθωσης, προσαρμοσμένο με τα αρχικά άμεσα κόστη του μισθωτή, με τις προκαταβολές στον εκμισθωτή μείον τα κίνητρα μίσθωσης και με μια εκτίμηση των εξόδων αποκατάστασης, απομάκρυνσης και αποσυναρμολόγησης. Κατά την αρχική αναγνώριση, για τον καθορισμό της μίσθωσης θα απαιτηθεί κρίση της διοίκησης που συχνά δεν ήταν απαραίτητη για τον καθορισμό μιας λειτουργικής μίσθωσης, καθώς αυτό δεν άλλαζε την αναγνώριση των εξόδων. Από την αντίθετη πλευρά, δηλαδή αυτή του εκμισθωτή η λογιστική διαχείριση των μισθώσεων παραμένει σχεδόν αμετάβλητη. Οι εκμισθωτές εξακολουθούν να ταξινομούν τις μισθώσεις ως λειτουργικές και χρηματοδοτικές. Για τις λειτουργικές μισθώσεις συνεχίζουν να αναγνωρίζουν το υποκείμενο περιουσιακό στοιχείο, διενεργώντας αποσβέσεις σύμφωνα με τις απαιτήσεις του Δ.Λ.Π. 16 «Ενσώματες Ακίνητοποιήσεις» ή του Δ.Λ.Π. 38 «Άυλα Περιουσιακά Στοιχεία», ενώ για τις χρηματοδοτικές μισθώσεις, διαγράφουν το υποκείμενο περιουσιακό στοιχείο και αναγνωρίζουν μια καθαρή επένδυση στη μίσθωση παρόμοια με τις σημερινές απαιτήσεις.

Σε μεταγενέστερο χρόνο, οι μισθωτές προσαυξάνουν την υποχρέωση μίσθωσης για να αποτυπώσουν τους τόκους και μειώνουν την υποχρέωση για να αποτυπώσουν τις πληρωμές μισθωμάτων, επαναπροσδιορίζοντας παράλληλα τη λογιστική αξία ώστε να αντανakλά οποιαδήποτε επανεκτίμηση ή τροποποίηση έχει επέλθει στην μίσθωση ή μεταβολή στις κατ' ουσία σταθερές πληρωμές μίσθωσης. Το σχετικό περιουσιακό στοιχείο ενεργητικού αποσβένεται σύμφωνα με τις απαιτήσεις απόσβεσης του Δ.Λ.Π 16

«Ενσώματες Ακίνητοποιήσεις»¹⁰². Για τους μισθωτές που αποσβένουν το δικαίωμα χρήσης του περιουσιακού στοιχείου σε σταθερή βάση, το άθροισμα των εξόδων τόκων επί της υποχρέωσης μίσθωσης και της απόσβεσης του δικαιώματος χρήσης του περιουσιακού στοιχείου οδηγεί σε υψηλότερη συνολική περιοδική δαπάνη στις προηγούμενες περιόδους μίσθωσης. Οι μισθωτές επανεκτιμούν την υποχρέωση μίσθωσης κατά την εμφάνιση ορισμένων συμβάντων (π.χ. μεταβολή των μεταβλητών μισθωμάτων με βάση μιας μεταβολής των τιμών ενοικίασης της αγοράς ή του επιτοκίου), η οποία αναγνωρίζεται ως προσαρμογή του περιουσιακού στοιχείου της χρήσης. Οι μισθωτές εμφανίζουν εναλλακτικές βάσεις εκτίμησης για το δικαίωμα χρήσης του περιουσιακού στοιχείου υπό ορισμένες συνθήκες, σύμφωνα με το Δ.Λ.Π. 16 «Ενσώματες Ακίνητοποιήσεις» και Δ.Λ.Π. 40 «Επενδύσεις σε Ακίνητα». Τα στοιχεία ενεργητικού που υπόκεινται σε δικαίωμα χρήσης υπόκεινται και σε έλεγχο απομείωσης σύμφωνα με το Δ.Λ.Π. 36 «Απομείωση Αξίας Ενεργητικού». Σχετικά με την λογιστική των εκμισθωτών, αυτοί αναγνωρίζουν τα έσοδα από λειτουργικές μισθώσεις στα αποτελέσματα χρήσης είτε με την ευθεία μέθοδο είτε με μια άλλη συστηματική βάση που είναι πιο αντιπροσωπευτική του τρόπου με τον οποίο μειώνεται το όφελος από τη χρήση του υποκείμενου περιουσιακού στοιχείου. Στις χρηματοδοτικές μισθώσεις, οι εκμισθωτές αναγνωρίζουν τα έσοδα από τόκους για την αύξηση της καθαρής επένδυσης στη μίσθωση και μειώνουν αυτή την επένδυση με τα εισπραττόμενα μισθώματα.

Σύμφωνα με το πρότυπο, κατά την ημερομηνία πρώτης εφαρμογής δίνεται η δυνατότητα στις οντότητες να ενσωματώσουν το νέο πρότυπο στις οικονομικές τους καταστάσεις, είτε με πλήρη αναδρομική εφαρμογή, δηλαδή επαναδιατυπώνοντας όλες τις μισθώσεις σαν να είχαν λογιστικοποιηθεί εξ αρχής σύμφωνα με το Δ.Π.Χ.Α 16, με τη διαφορά μεταξύ περιουσιακού στοιχείου και υποχρέωσης κατά την ημερομηνία μετάβασης να μεταφέρεται στα κέρδη εις νέον είτε με μια σωρευτική μεθοδολογία κάλυψης, κατά την οποία οι χρηματοδοτικές μισθώσεις συνεχίζουν να παραμένουν αμετάβλητες, ενώ οι

¹⁰² Το δικαίωμα χρήσης του περιουσιακού στοιχείου που μετράται σύμφωνα με το μοντέλο του κόστους θα πρέπει να αποσβένεται σύμφωνα με τις απαιτήσεις του Δ.Λ.Π. 16, με την επιφύλαξη των παρακάτω:

- ✓ Αν η μίσθωση μεταβιβάσει την ιδιοκτησία του υποκείμενου περιουσιακού στοιχείου στον μισθωτή μέχρι το τέλος της περιόδου μίσθωσης ή εάν το κόστος του δικαιώματος χρήσης του περιουσιακού στοιχείου αντανακλά ότι ο μισθωτής θα ασκήσει το δικαίωμα αγοράς, τότε το δικαίωμα χρήσης του περιουσιακού στοιχείου θα πρέπει να αποσβεστεί από το ημερομηνία έναρξης έως το τέλος της ωφέλιμης ζωής του περιουσιακού στοιχείου,
- ✓ Διαφορετικά, το δικαίωμα χρήσης του περιουσιακού στοιχείου πρέπει να αποσβένεται στην συντομότερη περίοδο μεταξύ της ημερομηνίας έναρξης έως την ημερομηνία λήξης της ωφέλιμης ζωής του δικαιώματος χρήσης του περιουσιακού στοιχείου και στην διάρκεια λήξης της μίσθωσης.

Deloitte, *Leases: A guide to IFRS 16*, chap. 7.5.1.3, 55.

λειτουργικές μισθώσεις κεφαλαιοποιούνται με αρχική υποχρέωση και περιουσιακό στοιχείο που ισούται με την παρούσα αξία του εναπομένοντος μισθώματος, χρησιμοποιώντας ως προεξοφλητικό επιτόκιο το αυξημένο χρεωστικό επιτόκιο του μισθωτή.

4.3.3 Ο αντίκτυπος της εφαρμογής του Δ.Π.Χ.Α 16

Είναι σαφές, ότι το νέο πρότυπο αλλάζει άρδην τους κανόνες λογιστικής παρακολούθησης των μισθώσεων που ίσχυαν μέχρι σήμερα για τους μισθωτές. Η εφαρμογή του προτύπου θα επηρεάσει σχεδόν όλους τους συνήθεις δείκτες και τις μετρήσεις απόδοσης όπως η ταχύτητα κυκλοφορίας ενεργητικού, ο δείκτης ρευστότητας, η κάλυψη του επιτοκίου, το EBITDA¹⁰³, το EBIT¹⁰⁴, τα λειτουργικά κέρδη, το καθαρό εισόδημα, το ROCE¹⁰⁵, το ROE¹⁰⁶ και τις λειτουργικές ταμειακές ροές. Αυτές οι αλλαγές ενδέχεται να επηρεάσουν τις συμφωνίες δανείων, τις αξιολογήσεις πιστοληπτικής ικανότητας και το κόστος δανεισμού και θα μπορούσαν να οδηγήσουν σε αλλαγή πολιτικής και στρατηγικής των επιχειρήσεων. Αυτές οι επιπτώσεις ενδέχεται να αναγκάσουν πολλές επιχειρήσεις να επανεξετάσουν ορισμένες αποφάσεις μίσθωσης έναντι αγοράς. Επίσης, οι Ισολογισμοί θα αυξηθούν, οι δείκτες θα αυξηθούν και οι δείκτες κεφαλαίου θα μειωθούν. Θα υπάρξει επιπρόσθετα μεταβολή στο είδος της δαπάνης (έξοδα μισθωμάτων που αντικαθίστανται από τις αποσβέσεις και τα έξοδα τόκων).

Οι εταιρείες που μισθώνουν περιουσιακά στοιχεία μεγάλης αξίας (Big Ticket Leasing), περιλαμβανομένων των ακινήτων, του εξοπλισμού κατασκευής, των αεροσκαφών, των αμαξοστοιχιών, των πλοίων, των σταθμών ηλεκτροπαραγωγής και της τεχνολογίας, αναμένεται να επηρεαστούν σημαντικά. Ο αντίκτυπος για επιχειρήσεις με πολύ μικρές μισθώσεις, όπως οι ηλεκτρονικού υπολογιστές, τα μικρά έπιπλα γραφείου, τα αυτοκίνητα και τα συστήματα επικοινωνίας, ενδέχεται να είναι μικρότερος, καθώς το I.A.S.B. προσφέρει εξαίρεση για καινούργια περιουσιακά στοιχεία χαμηλής αξίας ($\leq 5.000\$$). Τα στοιχεία ενεργητικού χαμηλής αξίας που πληρούν αυτή την απαλλαγή δεν είναι υποχρεωτικό να εμφανίζονται στον ισολογισμό. Επίσης, το κόστος για την εφαρμογή και τη συνέχιση της συμμόρφωσης με το νέο πρότυπο μισθώσεων θα μπορούσε να είναι σημαντικό για τους περισσότερους μισθωτές, ιδιαίτερα, εάν δεν διαθέτουν ήδη ένα

¹⁰³ Κέρδη προ φόρων, τόκων και αποσβέσεων – Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization.

¹⁰⁴ Κέρδη προ φόρων και τόκων – Earnings Before Interest and Taxes.

¹⁰⁵ Απόδοση του απασχολούμενου κεφαλαίου - Return on Capital Employed

¹⁰⁶ Απόδοση Ιδίων Κεφαλαίων - Return On Equity

αποτελεσματικό εσωτερικό σύστημα πληροφοριών μίσθωσης. Ο διάχυτος αντίκτυπος αυτών των αλλαγών απαιτεί από τις επιχειρήσεις να μετασχηματίζουν τις επιχειρηματικές τους διαδικασίες και αποφάσεις σε πολλούς τομείς, ταυτόχρονα όπως χρηματοοικονομικά και λογιστικά, συστήματα πληροφορικής, προμηθειών, φορολογίας, ταμειακής διαχείρισης, νομικών υπηρεσιών και εταιρικών ακινήτων. Οι μισθωτές και οι εκμισθωτές ενδέχεται επίσης να χρειαστεί να εξετάσουν το ενδεχόμενο επαναδιαπραγμάτευσης ή αναδιάρθρωσης υφιστάμενων και μελλοντικών μισθώσεων.

Στην πλευρά των εκμισθωτών, η εφαρμογή του προτύπου δεν επιφέρει κάποια ουσιώδη αλλαγή στην λογιστική διαχείριση των μισθώσεων, ωστόσο οι εκμισθωτές αναμένεται να επηρεαστούν λόγω των μεταβαλλόμενων αναγκών και συμπεριφορών από τους πελάτες τους, οι οποίοι επηρεάζουν το επιχειρηματικό τους μοντέλο και τα χαρτοφυλάκιο προϊόντων μίσθωσης. Από την άλλη και οι επιχειρησιακές και νομικές δομές που υποστηρίζουν τις μισθώσεις θα πρέπει να επανεκτιμηθούν για να αξιολογηθεί κατά πόσο αυτές εξακολουθούν να είναι αποτελεσματικές.

4.4 Ελληνικά Λογιστικά Πρότυπα (Ν.4308/2014) και Μισθώσεις

Ο νόμος 4308/2014 «Ελληνικά Λογιστικά Πρότυπα, συναφείς ρυθμίσεις και άλλες διατάξεις» τέθηκε σε ισχύ από 1^η Ιανουαρίου 2015 και η εφαρμογή του είναι υποχρεωτική για όλες τις ελληνικές επιχειρήσεις¹⁰⁷. Το νέο αυτό νομοθέτημα αποτέλεσε μια σημαντική προσπάθεια ενοποίησης, απλοποίησης, εξορθολογισμού και κωδικοποίησης της διάσπαρτης και πολλές φορές αντικρουόμενης ελληνικής νομοθεσίας που άπτεται θεμάτων λογιστικής τυποποίησης και φορολογικής απεικόνισης των οικονομικών συναλλαγών (Ε.Γ.Α.Σ., Κ.Φ.Α.Σ., Ν. 2190/20 κ.λπ.), ακολουθώντας την βέλτιστη διεθνή πρακτική και εμπειρία των κανόνων των Διεθνών Προτύπων Χρηματοοικονομικής Πληροφόρησης. Παράλληλα, σε συνέργεια με το νέο Κ.Φ.Ε (Ν. 4173/2013) που τέθηκε σε ισχύ από 1^η Ιανουαρίου 2014, αποτέλεσαν τους δύο πυλώνες του φορολογικού και λογιστικού πλαισίου εφαρμογής της δημοσιονομικής προσαρμογής της χώρας στα νέα δεδομένα. Ο

¹⁰⁷ Με το άρθρο 39 § 1 εξαιρούνται από την εφαρμογή των διατάξεων του νόμου: α) Οι αγρότες του ειδικού καθεστώτος Φ.Π.Α. του Ν.2859/2000, βάσει του ύψους των ακαθάριστων εσόδων τους από την πώληση αγροτικών προϊόντων παραγωγής τους και την παροχή αγροτικών υπηρεσιών, β) Τα φυσικά πρόσωπα, τα οποία, πωλούν προϊόντα ή παρέχουν υπηρεσίες ευκαιριακά ως παρεπόμενη απασχόληση, εφόσον οι συναλλαγές αυτές στο σύνολό τους δεν υπερβαίνουν το ποσό των 10.000 ευρώ ετησίως και γ) Οι δημόσιοι ή ιδιωτικοί υπάλληλοι ή συνταξιούχοι που είναι συγγραφείς ή εισηγητές εκπαιδευτικών προγραμμάτων και σεμιναρίων, εφόσον δεν ασκούν άλλη επιχειρηματική δραστηριότητα.

Μηχανή αναζήτησης ελληνικής νομοθεσίας - kodiko.gr. "Νόμος 4308 ΦΕΚ Α'251/24.11.2014", https://www.kodiko.gr/nomologia/document_navigation/99608. Πρόσβαση στις 12 Οκτωβρίου 2018.

νόμος επέφερε πολλές και σημαντικές αλλαγές στη μέχρι τώρα λογιστική πρακτική των ελληνικών επιχειρήσεων. Θέσπισε νέους λογιστικούς κανόνες τυποποίησης, παρακολούθησης και απεικόνισης των οικονομικών συναλλαγών, τήρησης των βιβλίων και έκδοσης των στοιχείων, καταργώντας παράλληλα απαρχαιωμένους και αναποτελεσματικούς πλέον νόμους και εισήγαγε νέες έννοιες (εύλογη αξία, αναβαλλόμενη φορολογία, οικονομική ουσία των συναλλαγών κ.λπ.), διαβαθμίζοντας τις υποχρεωτικά εφαρμοζόμενες λογιστικές πολιτικές με βάση το μέγεθος των επιχειρήσεων. Επιπρόσθετα συνέβαλλε στην συγκρισιμότητα των οικονομικών καταστάσεων, υιοθετώντας ένα κοινό πλαίσιο κατάρτισης αυτών με βάση τα ισχύοντα σε άλλες Ευρωπαϊκές χώρες, που έχουν υιοθετήσει την κοινοτική Οδηγία της Ε.Ε. 34/2013.

Αναφορικά με τις χρηματοδοτικές και λειτουργικές μισθώσεις, ο νόμος εισήγαγε νέους κανόνες ορθολογικής λογιστικής απεικόνισης αυτών των συμβάσεων, σύμφωνα με τα ισχύοντα στο Δ.Λ.Π. 17. Συγκεκριμένα, στο Παράρτημα Ι – Ορισμοί, ως χρηματοδοτική μίσθωση ορίζεται «η μίσθωση, η οποία μεταφέρει ουσιωδώς όλους τους κινδύνους και τα οφέλη που προκύπτουν από την ιδιοκτησία ενός περιουσιακού στοιχείου. Ο τίτλος ιδιοκτησίας μπορεί τελικά είτε να μεταβιβάζεται είτε όχι».

Παραδείγματα καταστάσεων, οι οποίες μεμονωμένα ή σε συνδυασμό θα μπορούσαν να κατατάξουν μια μίσθωση ως χρηματοδοτική στα πλαίσια εφαρμογής αυτού του νόμου, είναι τα εξής:

- Κατά τη λήξη της μισθωτικής περιόδου, η μισθωτής γίνεται κύριος του περιουσιακού στοιχείου.
- Ο μισθωτής έχει το δικαίωμα αγοράς του μισθωμένου περιουσιακού στοιχείου σε τιμή που αναμένεται να είναι αρκετά χαμηλότερη από την αγοραία αξία του κατά την ημερομηνία άσκησης του δικαιώματος, έτσι ώστε, κατά την έναρξη της μίσθωσης, να θεωρείται σχεδόν βέβαιο ότι το δικαίωμα θα ασκηθεί.
- Η έκταση της διάρκειας της μίσθωσης καλύπτει το μεγαλύτερο μέρος της οικονομικής ζωής¹⁰⁸ του περιουσιακού στοιχείου, έστω και αν δεν μεταβιβάζεται ο τίτλος κυριότητας.

¹⁰⁸ Για τον προσδιορισμό της οικονομικής διάρκειας ζωής του περιουσιακού στοιχείου, λαμβάνονται υπόψη οι φορολογικοί συντελεστές απόσβεσης της παραγράφου 4 του άρθρου 24 του Ν.4172/2013 και όχι η ωφέλιμη διάρκεια ζωής του, όπως αυτή εκτιμάται κάθε φορά από την επιχείρηση.
Μηχανή αναζήτησης ελληνικής νομοθεσίας - kodiko.gr. "Νόμος 4172 ΦΕΚ Α' 167/23.7.2013".

- Κατά την έναρξη της μίσθωσης, η παρούσα αξία των ελάχιστων καταβολών μισθωμάτων καλύπτει σχεδόν το σύνολο της εύλογης αξίας του περιουσιακού στοιχείου.
- Τα μισθωμένα περιουσιακά στοιχεία είναι ειδικής φύσεως και μόνο ο μισθωτής μπορεί να τα χρησιμοποιεί χωρίς να προβεί σε σημαντικές αλλαγές.

Επίσης, ενδείξεις καταστάσεων οι οποίες μεμονωμένα ή σε συνδυασμό θα μπορούσαν επίσης να κατατάξουν μια μίσθωση ως χρηματοδοτική είναι οι εξής:

- Εάν ο μισθωτής έχει δικαίωμα ακύρωσης της μίσθωσης, οι ζημίες του εκμισθωτή που συνδέονται με την ακύρωση επιβαρύνουν τον μισθωτή.
- Κέρδη και ζημίες από τη διακύμανση της εύλογης αξίας της υπολειμματικής αξίας του μισθωμένου περιουσιακού στοιχείου ανήκουν στο μισθωτή.
- Ο μισθωτής έχει τη δυνατότητα να παρατείνει την διάρκεια της μίσθωσης καταβάλλοντας για την περίοδο επέκτασης του συμβολαίου, μίσθωμα σημαντικά χαμηλότερο από τα ισχύοντα μισθώματα της αγοράς.

Μεταξύ των ορισμών του Παραρτήματος I περιλαμβάνονται και οι παρακάτω :

Μίσθωση (lease) : Μια συμφωνία στην οποία ο εκμισθωτής μεταβιβάζει στο μισθωτή, έναντι ανταλλάγματος, το δικαίωμα χρήσης ενός περιουσιακού στοιχείου για μια συμφωνημένη περίοδο.

Λειτουργική μίσθωση (Operating lease) : Μια μίσθωση που δεν είναι χρηματοδοτική.

Καθαρή επένδυση σε χρηματοδοτική μίσθωση - εκμισθωτής (Net Investment in a Finance Lease - Lessor) : Καθαρή επένδυση σε χρηματοδοτική μίσθωση είναι η μικτή επένδυση στη μίσθωση, προεξοφλούμενη με το προκύπτον επιτόκιο της μίσθωσης. Η μικτή επένδυση στη μίσθωση προσδιορίζεται από το άθροισμα :

- των ελάχιστων καταβολών μισθωμάτων που μπορεί να απαιτήσει ο εκμισθωτής βάσει της χρηματοδοτικής μίσθωσης, και
- κάθε μη εγγυημένης υπολειμματικής αξίας που δικαιούται ο εκμισθωτής.

Ωφέλιμη οικονομική ζωή (Useful Economic Life) : Η εκτιμώμενη περίοδος στην οποία ένα περιουσιακό στοιχείο αναμένεται να χρησιμοποιείται οικονομικά ή ο αριθμός

των παραγομένων ή παρόμοιων μονάδων που αναμένεται να αποκτηθούν από το εν λόγω περιουσιακό στοιχείο.

Παρούσα αξία (Present Value) : Η αξία που προκύπτει από την προεξόφληση στο παρόν, ενός μελλοντικού ποσού χρημάτων ή μιας σειράς ταμειακών ροών με ένα κατάλληλο επιτόκιο, στη φυσιολογική πορεία των πραγμάτων.

Εύλογη αξία (Fair Value) : Η τιμή ανταλλαγής ενός περιουσιακού στοιχείου ή διακανονισμού μιας υποχρέωσης, μεταξύ πρόθυμων και ενήμερων μερών που ενεργούν υπό κανονικές στην αγορά συνθήκες, κατά την ημερομηνία μέτρησης.

Αρχική αναγνώριση (Initial Recognition) : Η πρώτη καταχώρηση στο λογιστικό σύστημα της οντότητας ενός στοιχείου των χρηματοοικονομικών καταστάσεων.

Κόστος κτήσης (αξία αγοράς) περιουσιακών στοιχείων και υπηρεσιών (Acquisition Cost or Purchase Price of Assets and Services) : Το σύνολο των ταμειακών διαθεσίμων ή ταμειακών ισοδύναμων ή η εύλογη αξία άλλου ανταλλάγματος που δίνεται κατά το χρόνο απόκτησης ή κατασκευής, πλέον δαπάνες αγοράς και μείον οποιαδήποτε μείωση του κόστους. Το κόστος κτήσης περιλαμβάνει κάθε δαπάνη που απαιτείται για να έλθει ένα περιουσιακό στοιχείο στην παρούσα κατάσταση ή θέση ή επιδιωκόμενη χρήση.

Επενδυτικά ακίνητα (Investment Property) : Ακίνητα (γη ή κτήριο ή τμήμα ενός κτηρίου, ή και τα δύο) που είναι ιδιόκτητα ή κατέχονται με χρηματοδοτική μίσθωση και προορίζονται είτε για εκμίσθωση, είτε για αποκόμιση οφέλους από αύξηση της αξίας τους, είτε και για τα δύο, αλλά όχι για ιδιοχρησιμοποίηση ή πώληση αυτών στα πλαίσια της συνήθους δραστηριότητας.

Ιδιοχρησιμοποιούμενα ακίνητα (Owner – Occupied Property) : Ακίνητα κατεχόμενα από τον ιδιοκτήτη ή από τον μισθωτή βάσει χρηματοδοτικής μίσθωσης, τα οποία χρησιμοποιούνται στην παραγωγή αγαθών ή την παροχή υπηρεσιών, ή για διοικητικούς σκοπούς της οντότητας.

Στο άρθρο 18 §§ 5 και 6 του νόμου ορίζονται οι κανόνες λογιστικής παρακολούθησης των συμβάσεων μίσθωσης και γίνεται ιδιαίτερη αναφορά στις συμβάσεις της μορφής sale and leaseback . Συγκεκριμένα, αναφέρεται :

Χρηματοδοτική μίσθωση

Ένα περιουσιακό στοιχείο που περιέρχεται στην οντότητα (μισθωτής) με χρηματοδοτική μίσθωση αναγνωρίζεται ως περιουσιακό στοιχείο της οντότητας με το κόστος κτήσης που θα είχε προκύψει εάν το στοιχείο αυτό είχε αγοραστεί, με ταυτόχρονη αναγνώριση αντίστοιχης υποχρέωσης προς την εκμισθώτρια οντότητα (υποχρέωση χρηματοδοτικής μίσθωσης). Μεταγενέστερα, τα εν λόγω πάγια στοιχεία αντιμετωπίζονται λογιστικά βάσει των προβλέψεων του παρόντος νόμου για τα αντίστοιχα ιδιόκτητα στοιχεία. Η υποχρέωση χρηματοδοτικής μίσθωσης αντιμετωπίζεται ως δάνειο, το δε μίσθωμα διαχωρίζεται σε χρεολύσιο, το οποίο μειώνει το δάνειο, και σε τόκο που αναγνωρίζεται ως χρηματοοικονομικό έξοδο.

Από την πλευρά του εκμισθωτή, τα περιουσιακά στοιχεία που εκμισθώνονται σε τρίτους δυνάμει χρηματοδοτικής μίσθωσης εμφανίζονται αρχικά ως απαιτήσεις με ποσό ίσο με την καθαρή επένδυση στη μίσθωση. Μεταγενέστερα η απαίτηση χρηματοδοτικής μίσθωσης αντιμετωπίζεται ως χορηγηθέν δάνειο, το δε μίσθωμα διαχωρίζεται σε χρεολύσιο, το οποίο μειώνει το δάνειο, και σε τόκο που αναγνωρίζεται ως χρηματοοικονομικό έσοδο.

Πώληση περιουσιακών στοιχείων που στη συνέχεια επαναμισθώνονται με χρηματοδοτική μίσθωση (sale and lease back), λογιστικά αντιμετωπίζεται από τον πωλητή **ως εγγυημένος δανεισμός**. Το εισπραττόμενο από την πώληση ποσό αναγνωρίζεται ως υποχρέωση η οποία μειώνεται με τα καταβαλλόμενα χρεολύσια, ενώ οι σχετικοί τόκοι αναγνωρίζονται ως χρηματοοικονομικό έξοδο. Τα πωληθέντα στοιχεία συνεχίζουν να αναγνωρίζονται στον ισολογισμό ως περιουσιακά στοιχεία.

Λειτουργική μίσθωση

Ο εκμισθωτής παγίων παρουσιάζει στον ισολογισμό του τα εκμισθωμένα σε τρίτους περιουσιακά στοιχεία βάσει λειτουργικής μίσθωσης, σύμφωνα με τη φύση του κάθε περιουσιακού στοιχείου. Τα μισθώματα αναγνωρίζονται ως έσοδα στα αποτελέσματα με τη σταθερή μέθοδο σε ολόκληρη τη διάρκεια της μίσθωσης, εκτός εάν μία άλλη συστηματική μέθοδος είναι περισσότερο αντιπροσωπευτική για την κατανομή του εσόδου των μισθωμάτων στη διάρκεια της μίσθωσης.

Ο μισθωτής παγίων βάσει λειτουργικής μίσθωσης αναγνωρίζει τα μισθώματα ως έξοδα στα αποτελέσματα με τη σταθερή μέθοδο σε όλη τη διάρκεια της μίσθωσης, εκτός εάν μία

άλλη συστηματική μέθοδος είναι περισσότερο αντιπροσωπευτική για την κατανομή του εξόδου των μισθωμάτων στη διάρκεια της μίσθωσης.

Επίσης, στο άρθρο 18 της λογιστικής οδηγίας¹⁰⁹ εφαρμογής του Ν.4308/2014 αναφέρονται μεταξύ άλλων τα εξής :

- Κατά την αρχική αναγνώριση, τα πάγια στοιχεία επιμετρούνται στο κόστος κτήσης. Το κόστος κτήσης περιλαμβάνει κάθε δαπάνη που απαιτείται για να περιέλθει ένα περιουσιακό στοιχείο στην παρούσα κατάσταση ή θέση ή επιδιωκόμενη χρήση. (18.1.2)
- Το κόστος αποσυναρμολόγησης, απομάκρυνσης ή αποκατάστασης ενός παγίου στοιχείου προσαυξάνει το κόστος κτήσης του, όταν η σχετική υποχρέωση γεννάται για την επιχείρηση ως αποτέλεσμα της αρχικής εγκατάστασης του παγίου ή της χρήσης του στη διάρκεια μιας συγκεκριμένης περιόδου, ανεξάρτητα από το ύψος των παραγόμενων προϊόντων ή υπηρεσιών. (18.1.3)
- Η προσαύξηση της αξίας του παγίου κατά την αρχική αναγνώρισή του με τις δαπάνες αποσυναρμολόγησης, απομάκρυνσης ή αποκατάστασης, προσδιορίζεται βάσει της παρούσας αξίας του ποσού που εκτιμάται ότι θα απαιτηθεί μελλοντικά και αναγνωρίζεται αντίστοιχη πρόβλεψη (υποχρέωση) στον ισολογισμό. (18.1.4)
- Μεταγενέστερα της αρχικής τους αναγνώρισης, τα πάγια περιουσιακά στοιχεία (ενσώματα, βιολογικά, και άυλα —ιδιόκτητα ή μισθωμένα με χρηματοδοτική μίσθωση), δηλαδή σε κάθε ημερομηνία που συντάσσονται χρηματοοικονομικές καταστάσεις, επιμετρώνται στο αρχικό κόστος κτήσης, πλέον των δαπανών βελτίωσης, πλέον των δαπανών επισκευής και συντήρησης (μόνο εφόσον πληρούν τον ορισμό του περιουσιακού στοιχείου) και αφαιρουμένων των προσαρμογών αξίας (αποσβέσεις και απομειώσεις). Συγκεκριμένα:
 1. Τα πάγια στοιχεία που έχουν περιορισμένη ωφέλιμη οικονομική ζωή υπόκεινται σε ετήσια απόσβεση της αξίας τους η οποία διενεργείται σε κάθε χρήση και ανεξάρτητα από το εάν το αποτέλεσμα είναι κέρδος ή ζημία.
 2. Τα πάγια στοιχεία με τεκμηριωμένα απεριόριστη ωφέλιμη οικονομική ζωή δεν υπόκεινται σε απόσβεση (π.χ. οικόπεδα).

¹⁰⁹ Επιτροπή Λογιστικής Τυποποίησης και Ελέγχων. "Λογιστική Οδηγία Εφαρμογής του Νόμου 4308/2014 «Ελληνικά Λογιστικά Πρότυπα, Συναφείς ρυθμίσεις και άλλες διατάξεις», Φορολογική και λογιστική πύλη ενημέρωσης (Taxheaven), https://www.taxheaven.gr/pagesdata/LOGISTIKI_ODHGIA_4308_2014.pdf Πρόσβαση στις 13 Οκτωβρίου 2018

3. Όλα τα πάγια στοιχεία και ανεξάρτητα αν έχουν περιορισμένη ή απεριόριστη ωφέλιμη οικονομική ζωή, υπόκεινται σε έλεγχο απομείωσης της αξίας τους, εφόσον υπάρχουν ενδείξεις ότι έχει προκύψει απομείωση και η απομείωση αυτή είναι μόνιμη, δηλαδή δεν προβλέπεται κατά το χρόνο που έχει προκύψει ότι θα αναστραφεί. (18.1.12)
- Οι δαπάνες συντήρησης και επισκευής μπορεί να αντιμετωπίζονται ως πάγιο περιουσιακό στοιχείο με βάση τα πραγματικά περιστατικά λαμβάνοντας υπόψη τους σχετικούς εννοιολογικούς ορισμούς. Ιδιαίτερα λαμβάνεται υπόψη το χρονικό διάστημα για το οποίο η τεχνική παρέμβαση έχει επιπτώσεις στη λειτουργία του παγίου (ωφέλιμη οικονομική ζωή), η σημαντικότητα του ποσού και η ανακτησιμότητα της δαπάνης. Όταν δεν πληρούνται οι σχετικές εννοιολογικές προϋποθέσεις, η σχετική δαπάνη αντιμετωπίζεται ως έξοδο. (18.1.7)
 - Απόσβεση είναι η συστηματική κατανομή της αποσβεστέας αξίας ενός μακροπρόθεσμου στοιχείου στην ωφέλιμη οικονομική ζωή του. Οι αποσβέσεις υπολογίζονται με μαθηματικό τύπο (φόρμουλα) που κατανέμει συστηματικά την αξία του παγίου στην εκτιμώμενη ωφέλιμη οικονομική ζωή του. Ο νόμος δεν ορίζει αυστηρά τον τύπο (φόρμουλα) υπολογισμού των αποσβέσεων. Η επιλογή γίνεται, κατά την κρίση της διοίκησης της οντότητας, από τρεις γενικά αποδεκτές μεθόδους απόσβεσης που είναι η σταθερή, η φθίνουσα και η μέθοδος των μονάδων παραγωγής. (18.3α.1)
 - Με σκοπό την επίτευξη της εύλογης παρουσίασης των χρηματοοικονομικών καταστάσεων, κατά το λογισμό των αποσβέσεων λαμβάνεται υπόψη, κατά την κρίση της οντότητας, η ωφέλιμη οικονομική ζωή και η υπολειμματική αξία του παγίου. (18.3α.3)
 - Με βάση τα πραγματικά περιστατικά της κάθε οντότητας, η διοίκησή της δύναται να υιοθετήσει τους φορολογικούς συντελεστές απόσβεσης, όπως ισχύουν κάθε φορά με βάση την ισχύουσα φορολογική νομοθεσία, εάν κατά την κρίση της προσεγγίζουν τους λογιστικούς συντελεστές απόσβεσης. Στην περίπτωση αυτή δεν γεννάται θέμα διαφορών λογιστικής και φορολογικής βάσης και συνακόλουθα δεν υπάρχει ανάγκη τήρησης διπλών μητρώων παγίων (για τη λογιστική και τη φορολογική βάση). (18.3α.4)
 - Όταν οι λογιστικές αποσβέσεις διαφοροποιούνται από τις φορολογικές, η επιχείρηση οφείλει, όπως προβλέπεται από την παράγραφο 3 του άρθρου 5 του νόμου, να παρακολουθεί τόσο τη λογιστική όσο και τη φορολογική βάση. Συγκεκριμένα, το

αρχείο (μητρώο) του παγίου πρέπει να παρακολουθεί τόσο τις λογιστικές όσο και τις φορολογικές αποσβέσεις. (18.3α.10)

- Τα πάγια περιουσιακά στοιχεία (ενσώματα, βιολογικά και άυλα —ιδιόκτητα ή χρηματοδοτικής μίσθωσης) υπόκεινται σε έλεγχο απομείωσης, όταν υπάρχουν οι αναφερόμενες στο νόμο ενδείξεις απομείωσης και εφόσον εκτιμάται ότι η επίπτωση της ενδεχόμενης απομείωσης στις χρηματοοικονομικές καταστάσεις είναι σημαντική. (18.3β.2) και η υποχρέωση αναγνώρισης ζημίας απομείωσης υπάρχει μόνο όταν εκτιμάται ότι η απομείωση είναι μόνιμου χαρακτήρα και είναι σημαντικού ποσού. (18.3β.3)
- Απομείωση ενός παγίου προκύπτει όταν η ανακτήσιμη αξία του καταστεί μικρότερη από τη λογιστική του αξία.
 1. Ανακτήσιμη αξία ενός παγίου είναι το μεγαλύτερο ποσό μεταξύ της εύλογης αξίας του, μειωμένης με το κόστος διάθεσής του, και της αξίας χρήσης αυτού.
 2. Αξία χρήσης ενός παγίου είναι η παρούσα αξία των μελλοντικών ταμειακών ροών που αναμένεται να προκύψουν από τη συνεχή χρήση του, και από τη διάθεσή του στο τέλος της ωφέλιμης οικονομικής ζωής του. (18.3β.1)
- Η αξία του αποκτώμενου παγίου με χρηματοδοτική μίσθωση είναι η τιμολογιακή του αξία τοις μετρητοίς (που συνήθως είναι η εύλογη αξία) και ισούται με την υποχρέωση προς τον εκμισθωτή κατά τον χρόνο σύναψης της μίσθωσης. Τυχόν πρόσθετες δαπάνες που απαιτούνται για να φέρουν το μισθωμένο πάγιο σε κατάσταση λειτουργίας για τη χρήση που προορίζεται, προσαυξάνουν το κόστος κτήσης βάσει των αναφερομένων στην παράγραφο 18.1.2 της παρούσας. Ως γενική αρχή πάντως, η αναγνώριση του μισθωμένου στοιχείου από τον μισθωτή γίνεται στη μικρότερη αξία μεταξύ της εύλογης αξίας του στοιχείου και της παρούσας αξίας των μελλοντικών μισθωμάτων, προεξοφλούμενων με το επιτόκιο της μίσθωσης. (18.5.4)
- Οι πολύ μικρές οντότητες της παραγράφου 2(γ) του άρθρου 1 (ετερόρρυθμη εταιρεία, ομόρρυθμη εταιρεία, ατομική επιχείρηση, κλπ) που επιλέγουν, σύμφωνα με το νόμο να συντάσσουν μόνο Κατάσταση Αποτελεσμάτων με το υπόδειγμα Β.6, αντιμετωπίζουν λογιστικά όλες τις συμβάσεις μίσθωσης σύμφωνα με τη φορολογική νομοθεσία. (30.1.2)

Τέλος, στο άρθρο 22 § 1 του Ν.4172/2013 (Κ.Φ.Ε) - όπως αυτό τροποποιήθηκε με το άρθρο 115 § 5 του Ν. 4549/2018¹¹⁰ και ισχύει από 14/6/2018 - αναφέρεται :

Κατά τον προσδιορισμό των κερδών από επιχειρηματική δραστηριότητα, οι φορολογικές αποσβέσεις των στοιχείων του ενεργητικού εκπίπτουν από:

1. Τον κύριο των παγίων στοιχείων του ενεργητικού της επιχείρησης σε όλες τις περιπτώσεις εκτός της περίπτωσης 2,
2. **Τον μισθωτή, σε περίπτωση χρηματοδοτικής μίσθωσης κατά την έννοια του ν. 4308/2014, σύμφωνα με τα οριζόμενα στο νόμο αυτόν.**

Συμπερασματικά, με βάση τα ανωτέρω, στην περίπτωση των λειτουργικών μισθώσεων δεν αλλάζει κάτι ουσιαστικό σε σχέση με το προϊσχύον καθεστώς. Τα μισθώματα αναγνωρίζονται ως έσοδα/έξοδα στα αποτελέσματα χρήσης του εκμισθωτή και του μισθωτή αντίστοιχα με τη σταθερή μέθοδο. Το περιουσιακό στοιχείο παραμένει στις οικονομικές καταστάσεις του εκμισθωτή, ο οποίος και διενεργεί αποσβέσεις. Στην περίπτωση που η μίσθωση, με βάση την ουσία της κατατάσσεται ως χρηματοδοτική, ο μισθωτής θα αναγνωρίζει πλέον το μίσθιο ως περιουσιακό στοιχείο στις οικονομικές του καταστάσεις και όχι ο εκμισθωτής όπως ίσχυε μέχρι σήμερα, αποτιμώμενο στην μικρότερη αξία μεταξύ της πραγματικής αξίας αυτού και της παρούσας αξίας των μελλοντικών μισθωμάτων. Οι αρχικές δαπάνες όπως και τα τυχόν έξοδα αποσυναρμολόγησης, απομάκρυνσης ή αποκατάστασης του παγίου προστίθενται στο αρχικό κόστος του παγίου. Ταυτόχρονα, ο μισθωτής αναγνωρίζει και μια ισόποση υποχρέωση στο παθητικό υπέρ του εκμισθωτή. Σε μεταγενέστερο χρόνο τα μισθώματα που καταβάλλονται διαχωρίζονται σε χρεολύσιο, το οποίο μειώνει την υποχρέωση προς την εκμισθώτρια εταιρεία και σε τόκο που αναγνωρίζεται ως χρηματοοικονομικό έξοδο. Οι φορολογικές αποσβέσεις διενεργούνται από τον μισθωτή και μαζί με τους τόκους μεταφέρονται στα αποτελέσματα χρήσης μειώνοντας το φορολογητέο εισόδημα. Ταυτόχρονα, ο μισθωτής διενεργεί και λογιστικές αποσβέσεις, εφόσον η οικονομική ζωή του παγίου διαφέρει από την ωφέλιμη ζωή όπως αυτή εκτιμάται στην αρχή της μίσθωσης.

Όσον αφορά στον εκμισθωτή, αυτός διαγράφει το περιουσιακό στοιχείο από τις οικονομικές του καταστάσεις και αναγνωρίζει μία απαίτηση έναντι του μισθωτή ίση με

¹¹⁰ Μηχανή αναζήτησης ελληνικής νομοθεσίας - kodiko.gr. "Νόμος 4549 ΦΕΚ Α' 105/14.06.2018", https://www.kodiko.gr/nomologia/document_navigation/374274 Πρόσβαση στις 14 Οκτωβρίου 2018.

την καθαρή επένδυση στην μίσθωση (αγοραία αξία του παγίου). Σε μεταγενέστερο χρόνο, τα μισθώματα επιμερίζονται σε τόκο και σε μείωση της απαίτησης.

5. ΔΙΕΞΑΓΩΓΗ ΕΡΕΥΝΑΣ

5.1 Επισκόπηση Ερευνών

Το ζήτημα λογιστικού χειρισμού των λειτουργικών μισθώσεων τόσο από τα Δ.Λ.Π όσο και από τα αντίστοιχα αμερικανικά Λογιστικά Πρότυπα (GAAP) δημιούργησε αρκετές συζητήσεις και αντιπαραθέσεις στους οικονομικούς κύκλους των κεφαλαιαγορών σχετικά με το ζήτημα της ορθής πληροφόρησης των επενδυτών. Η δυνατότητα που υπήρχε μέχρι σήμερα, οι επιχειρήσεις να κρατούν τις υποχρεώσεις που απορρέουν από λειτουργικές μισθώσεις εκτός ισολογισμού με την υποχρέωση αναγραφής αυτών μόνο στις σημειώσεις των οικονομικών εκθέσεων ανατρέπεται με την έκδοση των δύο νέων λογιστικών προτύπων Δ.Π.Χ.Α 16 και ASC 842. Μέχρι σήμερα οι ειδήμονες της αξιολόγησης των εταιρειών βάσει ανάλυσης της χρηματοοικονομικής τους θέσης προέβαιναν σε ενσωμάτωση των λειτουργικών μισθωμάτων και άλλων υποχρεώσεων με χαρακτηριστικά χρέους μόνιμου χαρακτήρα (συμφωνίες χορηγιών, συμβάσεις εργαζομένων κ.λπ.) προκειμένου να αξιολογηθεί σωστά η πιστοληπτική ικανότητα και αποδοτικότητα των εταιρειών (Moody's, Standard & Poor's). Προηγούμενη βιβλιογραφία και αρθρογραφία στον έντυπο και ηλεκτρονικό τύπο σχετικά με τον αντίκτυπο της κεφαλαιοποίηση των λειτουργικών μισθώσεων στα οικονομικά δεδομένα των εταιρειών που προβλέπουν τα νέα λογιστικά πρότυπα μίσθωσης, δείχνει πώς το μέγεθος του αποτελέσματος μπορεί να εκτιμηθεί με την ανάλυση βασικών οικονομικών αριθμοδεικτών, υπογραμμίζοντας παράλληλα ότι η αρνητική επίδραση στους οικονομικούς αριθμοδείκτες από την ενσωμάτωση των λειτουργικών μισθωμάτων μπορεί να έχει σημαντικές οικονομικές συνέπειες που σχετίζονται με τη χρηματοοικονομική δομή, τις οικονομικές συμβάσεις και τις επιδόσεις των επηρεαζόμενων επιχειρήσεων.

Μια από τις πρώτες έρευνες που πραγματοποιήθηκε πάνω στο συγκεκριμένο ερευνητικό πεδίο είναι αυτή του Nelson (1963). Η μελέτη διεξήχθη σε ένα δείγμα έντεκα (11) εταιρειών με έδρα τις Η.Π.Α, εξετάζοντας την επίδραση από την κεφαλαιοποίηση των λειτουργικών μισθωμάτων πάνω σε δεκαπέντε (15) οικονομικές αναλογίες (δείκτες). Τα αποτελέσματα έδειξαν σημαντικές ανακατατάξεις στις οικονομικές επιδόσεις των εταιρειών του δείγματος μετά την κεφαλαιοποίηση των μισθώσεων. Το 56% των περιπτώσεων επηρεάστηκε αρνητικά επιφέροντας αλλαγή στην κατάταξη των εταιρειών

κατά δύο ή περισσότερων θέσεων επί τη βάσει των τιμών των αριθμοδεικτών που εξετάστηκαν πριν και μετά την κεφαλαιοποίηση των λειτουργικών μισθωμάτων.

Το εγχείρημα του Nelson εφήρμοσε αρκετά χρόνια αργότερα η ερευνητική ομάδα του Ashton et al. (1985), σε ένα δείγμα 23 εταιρειών στο Ηνωμένο Βασίλειο, μελετώντας την επίδραση της κεφαλαιοποίησης των μισθώσεων πάνω σε πέντε (5) οικονομικά μεγέθη : χρεωστικοί τόκοι, αποσβέσεις, πάγια περιουσιακά στοιχεία, σωρευμένες αποσβέσεις και χρέη. Αναγνώρισε ότι η επίδραση της κεφαλαιοποίησης σε βασικούς δείκτες εξαρτάται από την αλληλοεπίδραση μεταξύ της εκτιμώμενης διάρκειας ζωής του περιουσιακού στοιχείου, την αρχική περίοδο μίσθωσης και την μέθοδο απόσβεσης. Υπέθεσε δύο σενάρια βάσει του ισχύοντος τότε στο Η.Β. λογιστικού προτύπου SSAP 21¹¹¹ που αφορά τις μισθώσεις, σύμφωνα με το οποίο η απόσβεση των χρηματοδοτικών μισθώσεων βασιζόταν στη μικρότερη διάρκεια μεταξύ εκτιμώμενης ωφέλιμης ζωής του παγίου και της αρχικής περιόδου μίσθωσης. Με βάση αυτά τα δύο σενάρια εκτίμησε ότι όταν η περίοδος μίσθωσης είναι αρκετά μικρότερη από την εκτιμώμενη ζωή του μισθωμένου παγίου τότε η απόσβεση θα είναι μικρότερη από την αποπληρωμή της αντίστοιχης υποχρέωσης του μισθωμένου παγίου και τα κέρδη θα αυξάνονται, ενώ αντιθέτως όταν η απόσβεση υπολογίζεται στη μικρότερη διάρκεια μεταξύ της εκτιμώμενης ζωής του περιουσιακού στοιχείου και την αρχική περίοδο μίσθωσης (SSAP 21), τότε η απόσβεση θα υπερβαίνει κατά κανόνα το στοιχείο αποπληρωμής κεφαλαίου των μισθωμάτων και τα κέρδη θα μειώνονται. Το ίδιο θα ισχύσει και στο δεύτερο σενάριο σύμφωνα με το οποίο η εκτιμώμενη διάρκεια ζωής του μισθωμένου περιουσιακού στοιχείου είναι ίση με την αρχική περίοδο μίσθωσης. Ο Ashton μελέτησε το αποτέλεσμα της κεφαλαιοποίησης των μισθώσεων σε έξι βασικούς αριθμοδείκτες. Διαπίστωσε ότι μόνο οι δείκτες μόχλευσης επηρεάζονται σημαντικά από την κεφαλαιοποίηση των λειτουργικών μισθώσεων, καταλήγοντας στο συμπέρασμα ότι οι συγκρίσεις μεταξύ των δεικτών αποδοτικότητας δεν επηρεάζονται σε μεγάλο βαθμό. Ωστόσο επισήμανε ότι το δείγμα της έρευνας είναι μικρό και ενδεχομένως μη αντιπροσωπευτικό.

¹¹¹ Δηλώσεις Πρότυπης Λογιστικής Πρακτικής (Statements of Standards Accounting Practice) είναι διαταγές με τις οποίες οι εμπορικές εταιρείες που είναι εισηγμένες στο χρηματιστήριο του Η.Β. πρέπει να τηρούν κατά την κατασκευή των οικονομικών τους εκθέσεων. Αποτελούν μέρος των Γενικώς Αποδεκτών Λογιστικών Αρχών (GAAP – General Acceptable Accounting Principles), τα οποία είναι νόμιμα στο Ηνωμένο Βασίλειο μέσω των νόμων περί φόρων. Ενώ δεν εκδίδονται πλέον, ορισμένα SSAP παραμένουν εντός του λογιστικού πλαισίου με το οποίο πρέπει να συμμορφώνονται οι εταιρείες. Chron -Small Business - Accounting & Bookkeeping, “What Is SSAP Accounting by Dirk Huds?” <https://smallbusiness.chron.com/ssap-accounting-34203.html> Πρόσβαση 15 Νοεμβρίου 2018.

Μια από τις πιο σημαντικές έρευνες που δημοσιεύτηκε το 1991 και αποτέλεσε τη βάση για μεταγενέστερες έρευνες σχετικά με τον αντίκτυπο της κεφαλαιοποίησης των λειτουργικών μισθώσεων είναι αυτή των Imhoff et al. (1991), οι οποίοι εφάρμοσαν για πρώτη φορά την μέθοδο της εποικοδομητικής κεφαλαιοποίησης των μισθώσεων¹¹². Η έρευνα διεξήχθη σε ένα δείγμα 14 εταιρειών ανά ζεύγη από επτά διαφορετικούς βιομηχανικούς κλάδους των Η.Π.Α. Τα ζεύγη των εταιρειών κάθε κλάδου επελέγησαν με τέτοιο τρόπο, ώστε η μία εταιρεία να έχει ως κύριο εργαλείο χρηματοδότησης του ενεργητικού της τις λειτουργικές μισθώσεις και η δεύτερη κυρίως τον δανεισμό και άλλα μέσα χρηματοδότησης. Η έρευνα εξέτασε την επίπτωση της κεφαλαιοποίησης των λειτουργικών μισθωμάτων σε δύο βασικούς οικονομικούς δείκτες: απόδοση στοιχείων ενεργητικού (ROE) και χρέος προς ίδια κεφάλαια (D/E). Τα ευρήματα της έρευνας έδειξαν μείωση του δείκτη ROA και του δείκτη D/E κατά 34% και 191% αντίστοιχα στις εταιρείες με υψηλές λειτουργικές δεσμεύσεις και αρκετά μικρότερη μείωση κατά 10% και 47% αντίστοιχα στις εταιρείες μειωμένης χρήσης, καταλήγοντας στο συμπέρασμα ότι οι μεταβολές των δεικτών επηρεάζονται σημαντικά από τη χρήση λειτουργικών μισθώσεων. Επιπλέον, τα αποτελέσματα έδειξαν αύξηση του μη καταχωρηθέντος στοιχείου ενεργητικού κατά 32,4% στο σύνολο του ενεργητικού και κατά 72,8% στο συνολικό χρέος με αντίστοιχη μείωση κατά 21,4% στο σύνολο των ιδίων κεφαλαίων. Παρόμοια έρευνα δημοσιεύτηκε και το 1997 από την ίδια ερευνητική ομάδα (Imhoff, Lipe and Wright, 1997) στην οποία πεδίο έρευνας αυτή την φορά ήταν η επίδραση της κεφαλαιοποίησης των λειτουργικών μισθώσεων στην κατάσταση αποτελεσμάτων χρήσης της αεροπορικής εταιρείας Southwest Airlines. Τα αποτελέσματα έδειξαν αύξηση του λειτουργικού εισοδήματος και του δείκτη ROE και μείωση του δείκτη ROA και των καθαρών κερδών.

Ανάλογη έρευνα σχετικά με την επίδραση της κεφαλαιοποίησης των λειτουργικών μισθώσεων πραγματοποιήθηκε από τους Beattie et al. (1998) χρησιμοποιώντας ένα

¹¹² Σύμφωνα με αυτή τη μέθοδος οι ερευνητές αντλούν τις λειτουργικές μισθώσεις από τις υποσημειώσεις των οικονομικών εκθέσεων των εταιρειών, συσχετίζοντας την υποχρέωση μίσθωσης με την παρούσα καμπύλη της μελλοντικής ταμειακής ροής και των μελλοντικών πληρωμών ταμειακών ροών βάσει μη ακυρώσιμων λειτουργικών μισθώσεων για τρεις περιόδους: λιγότερο από ένα έτος, δύο έως πέντε έτη και περισσότερα από πέντε έτη.

Το μοντέλο εποικοδομητικής κεφαλαιοποίησης βασίζεται σε κάποιες γενικές παραδοχές, οι οποίες είναι οι εξής :

- ✓ Στην έναρξη της μίσθωσης, η λογιστική αξία του μισθωμένου περιουσιακού στοιχείου ισούται με το αξία της υποχρέωσης μίσθωσης
- ✓ Το κεφαλαιοποιημένο περιουσιακό στοιχείο και η κεφαλαιοποιημένη υποχρέωση ίσο με το μηδέν στο τέλος της μίσθωσης
- ✓ Οι μισθώσεις είναι σταθερές σε σχέση με τους όρους μίσθωσης
- ✓ Η απόσβεση γίνεται με την σταθερή μίσθωση και ισχύει για όλα τα στοιχεία του ενεργητικού

επιλεγμένο δείγμα 232 εισηγμένων εταιρειών του Ηνωμένου Βασιλείου για το 1994. Η μεθοδολογία της έρευνας βασίστηκε στην εποικοδομητική κεφαλαιοποίηση μισθώσεων των Imhoff (1991, 1997) προσαρμοσμένη με τις εξής τροποποιήσεις :

- Υπολογίστηκε διαφορετική υπολειπόμενη διάρκεια μίσθωσης με βάση την κατηγορία των μισθωμένων περιουσιακών στοιχείων και την περίοδο λήξης των μισθώσεων, δηλ. μισθώσεις που λήγουν εντός ενός έτους, μεταξύ ενός και πέντε ετών και μετά από πέντε έτη (σταθερή υπολειπόμενη διάρκεια μίσθωσης 15 έτη σύμφωνα με την έρευνα των imhoff et al. - 1991)
- Ως προεξοφλητικό επιτόκιο των λειτουργικών μισθώσεων χρησιμοποιήθηκε, το τριμηνιαίο επιτόκιο καταθέσεων του Λονδίνου (10% για το σύνολο των λειτουργικών μισθώσεων στην έρευνα των imhoff et al. – 1991)
- Υπολογίστηκε ο μέσος πραγματικός φορολογικός συντελεστής για κάθε εταιρεία για την περίοδο 1981-1994.

Μελετήθηκαν οι μεταβολές σε εννέα χρηματοοικονομικούς δείκτες απόδοσης και μόχλευσης που χρησιμοποιούνται ευρέως από επενδυτικούς αναλυτές και τα αποτελέσματα της έρευνας έδειξαν ότι οι λειτουργικές μισθώσεις αποτελούν σημαντική πηγή μακροπρόθεσμης χρηματοδότησης για τις επιχειρήσεις του Η.Β. Κατά μέσο όρο, η μη καταγεγραμμένη μακροπρόθεσμη οφειλή αντιπροσώπευε το 39% του αναφερόμενου μακροπρόθεσμου χρέους, ενώ το μη καταχωρημένο περιουσιακό στοιχείο αντιστοιχούσε στο 6% του συνόλου των περιουσιακών στοιχείων. Η κεφαλαιοποίηση αποδείχθηκε ότι είχε σημαντικό αντίκτυπο στο δείκτη περιθωρίου λειτουργικού κέρδους, την απόδοση των περιουσιακών στοιχείων (ROA) και τον κύκλο εργασιών των περιουσιακών στοιχείων. Ο βαθμός συσχέτισης μεταξύ των δεικτών πριν και μετά την κεφαλαιοποίηση αποκάλυψε ότι η κατάταξη των εταιρειών άλλαξε σημαντικά για τους δείκτες μόχλευσης. Η ανάλυση των αποτελεσμάτων έδειξε ότι το μέγεθος των μεταβολών των εξεταζόμενων δεικτών σε σχέση με την κατάταξη των επιχειρήσεων ήταν μεγαλύτερες στον τομέα των υπηρεσιών, ο οποίος συγκέντρωνε την υψηλότερη αξία λειτουργικής μίσθωσης ανά εταιρεία στο Η.Β.

Μια από τις πιο πρόσφατες έρευνες σχετικά με την επίδραση της κεφαλαιοποίησης των λειτουργικών μισθώσεων πραγματοποιήθηκε από τους Fito et al. (2013). Η έρευνα περιελάμβανε ένα δείγμα 156 εισηγμένων εταιρειών με έδρα την Ισπανία για τη χρονική περίοδο 2008 – 2010. Η διαδικασία της έρευνας του βασίστηκε στο μοντέλο εποικοδομητικής κεφαλαιοποίησης των Imhoff et al. (1991, 1997). Οι Fito et al.

αξιολόγησαν την επίδραση της κεφαλαιοποίησης πάνω σε οκτώ αριθμοδείκτες αποδοτικότητας και μόχλευσης. Επιπλέον, κατηγοριοποίησαν τα αποτελέσματα της έρευνάς τους, συγκρίνοντας και συσχετίζοντας τον βαθμό σπουδαιότητας της ποσοστιαίας μεταβολής των χρηματοοικονομικών δεικτών ανά έτος με το μέγεθος της εταιρείας και το μέγεθος του κλάδου που δραστηριοποιείται. Με βάση αυτήν την υπόθεση αντιστοίχησαν τις εταιρείες του δείγματος σε έξι διαφορετικούς τομείς (ενέργειας, κατασκευές και βιομηχανία, λιανικό εμπόριο, λιανικές υπηρεσίες, τεχνολογίας και δημόσιες εταιρείες). Από την συγκεκριμένη έρευνα εξήχθη το συμπέρασμα ότι ο τομέας δραστηριοποίησης των εταιρειών τείνει να είναι καθοριστικός παράγοντας της επίπτωσης στους χρηματοοικονομικούς δείκτες από την κεφαλαιοποίηση των λειτουργικών μισθώσεων, ενώ το μέγεθος της εταιρείας δεν φαίνεται να είναι σημαντική μεταβλητή επηρεασμού των αποτελεσμάτων. Σύμφωνα, με τα ερευνητικά ευρήματα την μεγαλύτερη επίδραση από την κεφαλαιοποίηση δέχτηκε ο τομέας του λιανικού εμπορίου και της ενέργειας, με βάση τον συσχετιζόμενο βαθμό μεταβολής των εξεταζόμενων δεικτών μόχλευσης και ποιότητας του χρέους καθώς και των δεικτών πραγματικής απόδοσης (αύξηση ROA και μείωση ROE), οι οποίοι δείχνουν να επηρεάστηκαν σε πολύ σημαντικότερο βαθμό για τις εταιρείες των δύο αναφερόμενων κλάδων σε σχέση με τις εταιρείες των υπόλοιπων κλάδων της ισπανικής οικονομίας. Από τα αποτελέσματα της έρευνας προκύπτει επίσης ότι για το 2010 οι λειτουργικές μισθώσεις στο σύνολο του δείγματος των εισηγμένων ισπανικών επιχειρήσεων αντιπροσώπευαν το 18,3% των συνολικών υποχρεώσεων και το 19% περίπου των συνολικών μη καταχωρημένων στοιχείων του ενεργητικού.

Οι Paik et al (2014.) μελέτησαν τις επιπτώσεις της κεφαλαιοποίησης των λειτουργικών μισθώσεων σε σχέση με την αμεσότητα στις παραβιάσεις των συμβάσεων χρέους των αμερικανικών εταιρειών (δείγμα 8.313 δανειακών συμβάσεων). Για την πραγματοποίηση της έρευνας εξετάστηκαν οκτώ οικονομικές αναλογίες που σχετίζονται με τις συμβάσεις χρέους, όπως λόγοι φερεγγυότητας, ρευστότητας και κάλυψης τόκων, επεκτείνοντας τα αποτελέσματα της μελέτης για δύο συνεχή έτη (έτος 0 και έτος 1). Στην έρευνα ακολουθήθηκε η μεθοδολογία της εποικοδομητικής κεφαλαιοποίησης μισθώσεων και το προεξοφλητικό επιτόκιο υπολογισμού της παρούσας αξίας των μισθώσεων που εφαρμόστηκε ήταν 10% κοινό για το σύνολο των συμβάσεων λειτουργικής μίσθωσης. Τα αποτελέσματα έδειξαν ότι η κεφαλαιοποίηση των μισθώσεων επιδεινώνει σημαντικά τους οικονομικούς δείκτες των επιχειρήσεων που βρίσκονται κοντά στο κατώτατο όριο, παραβιάζοντας τις δανειακές συμβάσεις λόγω της αρνητικής επίδρασης της

κεφαλαιοποίησης των λειτουργικών μισθώσεων στις χρηματοοικονομικές τους αναλογίες, Ωστόσο, όπως προκύπτει από τα αποτελέσματα της έρευνας για άλλες επιχειρήσεις, η κεφαλαιοποίηση βελτιώνει τους χρηματοοικονομικούς δείκτες και συμβάλλει στη μείωση του κινδύνου παραβίασης των συμβάσεων δανεισμού. Οι ερευνητές κατέληξαν ότι αυτή η σημαντικά διαφορετική επίδραση στους χρηματοοικονομικούς δείκτες καθορίζεται από τα χαρακτηριστικά κάθε οικονομικής αναλογίας και που είναι τοποθετημένες οι επιχειρήσεις με βάση τις αναλογίες τους σε ένα σημείο εκκίνησης (πριν την κεφαλαιοποίηση των μισθώσεων).

Μια επίσης πρόσφατη έρευνα σχετικά με τις επιπτώσεις της εφαρμογής του νέου προτύπου στις οικονομικές καταστάσεις και στους χρηματοοικονομικούς αριθμοδείκτες διεξήχθη από τους Wong and Joshi (2015) σε ένα δείγμα 107 εισηγμένων εταιρειών της Αυστραλίας που δραστηριοποιούνται σε διάφορους τομείς, κατά την διαχειριστική χρήση του 2010. Η μελέτη τους βασίστηκε στην μεθοδολογία της εποικοδομητικής κεφαλαιοποίησης των μισθώσεων που αναπτύχθηκε από τους Imhoff et al. (1991), παρουσιάζοντας τα εξής χαρακτηριστικά :

- Για τον υπολογισμό της παρούσας αξίας των λειτουργικών μισθωμάτων χρησιμοποιείται ένα κοινό επιτόκιο 10% για το σύνολο των εταιρειών του δείγματος.
- Τα περιουσιακά στοιχεία αποσβένονται χρησιμοποιώντας τη σταθερή μέθοδο απόσβεσης,
- Θεωρείται ότι όλες οι ταμειακές ροές πραγματοποιούνται στο τέλος του έτους και οι πληρωμές τόκων υπολογίζονται χρησιμοποιώντας τη μέθοδο του πραγματικού επιτοκίου.
- Η υπολειπόμενη διάρκεια της μίσθωσης είναι σταθερή για το σύνολο των λειτουργικών μισθωμάτων του δείγματος και θεωρείται ότι είναι 15 έτη.
- Κατά την έναρξη της μίσθωσης η παρούσα αξία του μισθωμένου περιουσιακού στοιχείου ισούται με την παρούσα αξία της υποχρέωσης μίσθωσης ενώ κατά τη λήξη της μίσθωσης μηδενίζεται.
- Η αναλογία ενεργητικού προς ίδια κεφάλαια ισούται με 75% για όλες τις επιχειρήσεις του δείγματος. Η υπόθεση αυτή οφείλεται στο γεγονός ότι η εκτιμώμενη έκπτωση απόσβεσης μειώνει την αξία του περιουσιακού στοιχείου με ταχύτερο ρυθμό από την μείωση της υποχρέωσης κεφαλαίου, καθώς οι αρχικές καταβολές των μισθωμάτων περιλαμβάνουν μεγαλύτερο ποσό τόκου και λιγότερο κεφάλαιο.

- Ο πραγματικός φορολογικός συντελεστής θεωρείται ότι είναι 30% για όλες τις εταιρείες του δείγματος.

Η ανάλυση των οικονομικών δεδομένων εστίασε στην εξέταση τεσσάρων χρηματοοικονομικών δεικτών: δείκτης D/E, δείκτης D/A, ROA και ROE. Επιπρόσθετα, στην συγκεκριμένη έρευνα εξετάστηκε χωριστά η επίδραση της κεφαλαιοποίησης των λειτουργικών μισθωμάτων σε εταιρείες με θετικά και αρνητικά εισοδήματα, ομαδοποιώντας τα αποτελέσματα σε υποομάδες θετικού και αρνητικού εισοδήματος. Τα αποτελέσματα της μελέτης τους έδειξαν ότι οι οικονομικές καταστάσεις των εταιρειών του δείγματος δέχεται σημαντική επίδραση από την κεφαλαιοποίηση των λειτουργικών μισθώσεων. Συγκεκριμένα, οι συνολικές λειτουργικές υποχρεώσεις ανέρχονται σε περίπου 680 εκ. δολάρια, ποσό που αντιστοιχεί στο 3,63% του συνόλου των περιουσιακών στοιχείων και στο 4,48% των συνολικών υποχρεώσεων του δείγματος. Ως αποτέλεσμα της κεφαλαιοποίησης της λειτουργικής μίσθωσης παρατηρήθηκε αύξηση κατά μέσο όρο 3,47% του συνολικού ενεργητικού και 4,34% του συνόλου των υποχρεώσεων, ενώ τα ίδια κεφάλαια παρουσίασαν μέση μείωση κατά -0,27%. Σχετικά με την επίδραση των εξεταζόμενων αριθμοδεικτών παρατηρήθηκε σημαντική αύξηση των δεικτών μόχλευσης, ιδιαίτερα του δείκτη μόχλευσης D/E. Κατά μέσο όρο ο λόγος D/E αυξήθηκε 31.69%, ενώ ο δείκτης D/A αυξήθηκε κατά 10,11% μετά την κεφαλαιοποίηση των λειτουργικών μισθώσεων. Όσον αφορά στο δείκτη ROA παρουσίασε δραστική μείωση σε ποσοστό 15,35% κατά μέσο όρο, ενώ αντίθετα ο δείκτης ROE μειώθηκε κατά μέσο όρο μόλις 1,23%, ποσοστό φαινομενικά μικρό, αλλά στατιστικά σημαντικό. Συγκρίνοντας την επίδραση της κεφαλαιοποίησης των λειτουργικών μισθώσεων μεταξύ θετικών και αρνητικών υποομάδων εισοδήματος παρατηρούνται επίσης σημαντικές αλλαγές στις χρηματοοικονομικές αναλογίες και των δύο αυτών υποομάδων. Τα αποτελέσματα έδειξαν σημαντική διαφοροποίηση στην μεταβολή του δείκτη D/E για τις δύο υποομάδες. Η θετική υποομάδα εισοδήματος σημείωσε σημαντική αύξηση στην αναλογία D/E κατά 16,46%, ενώ παρατηρήθηκε ελαφρά αύξηση μόλις κατά 1,03% στην αρνητική υποομάδα εισοδήματος. Και στις δυο υποομάδες εισοδήματος παρουσιάστηκε σημαντική αύξηση του λόγου D/A (10,3% στην υποομάδα θετικού εισοδήματος και 8,67% στην υποομάδα αρνητικού εισοδήματος). Η κατανομή των υποομάδων εισοδήματος σε θετικές και αρνητικές έδειξε επίσης σημαντικές διαφορές μεταβολών στο δείκτη ROA από την ενσωμάτωση των λειτουργικών μισθώσεων. Για την υποομάδα αρνητικών εισοδημάτων ο δείκτης απόδοσης ROA αυξήθηκε κατά 3,07%, ενώ αντιθέτως στη θετική υποομάδα

εισοδήματος παρουσιάστηκε μείωση κατά -12,59%. Σχετικά με την επίδραση στο δείκτη ROE, εμφάνισε μείωση και στις δύο υποομάδες (αρνητικών και θετικών εισοδημάτων) κατά 0,48% και 1,94% αντίστοιχα.

Πολύ πρόσφατα, και συγκεκριμένα μετά την έκδοση του νέου λογιστικού προτύπου Δ.Π.Χ.Π 16 «Μισθώσεις», η λογιστική εταιρεία Price Waterhouse Coopers (2016) με διεθνή παρουσία, προέβη σε καταμέτρηση των ελάχιστων επιπτώσεων εφαρμογής του νέου λογιστικού προτύπου μισθώσεων, στις οικονομικές καταστάσεις, σε βασικούς χρηματοοικονομικούς δείκτες και μέτρα απόδοσης σε ένα δείγμα 3.199 εταιρειών σε παγκόσμια κλίμακα (51 χώρες εξαιρουμένων των Ηνωμένων Πολιτειών). Η προσέγγιση που εφαρμόστηκε ήταν η προσέγγιση της εποικοδομητικής κεφαλαιοποίησης, η οποία βασίζεται στις καταγραφές των δεσμεύσεων λειτουργικών μισθώσεων που δημοσιεύονται στις οικονομικές εκθέσεις των οντοτήτων του 2014. Οντότητες χωρίς μισθώσεις, αρνητικό EBITDA¹¹³ ή οντότητες με μηδενικό χρέος εξαιρέθηκαν από τη μελέτη. Οι οντότητες του δείγματος ταξινομήθηκαν σε 20 βασικές βιομηχανίες, κατανεμημένες σε οκτώ γεωγραφικές περιοχές με βάση τη χώρα εγκατάστασης.

Τα βασικά ευρήματα της έρευνας συνοψίζονται στα παρακάτω :

- Το 53% των οντοτήτων του δείγματος παρουσιάζει αύξηση του χρέους της πάνω από 25%, με μέση τιμή αύξησης¹¹⁴ περίπου 22%.
- Η μέση μόχλευση (χρέος/EBITDA) παρουσιάζει αύξηση που κυμαίνεται από 2,03 έως 2,14.
- Η μέση αύξηση στα κέρδη προ φόρων, τόκων και αποσβέσεων (EBITDA) φτάνει το ύψος περίπου του 13%.

Σε επίπεδο γεωγραφικών περιοχών, τα αποτελέσματα δείχνουν ότι :

¹¹³ Earnings Before Interest, Tax, Depreciation, and Amortization – Κέρδη προ φόρων, τόκων και αποσβέσεων.

¹¹⁴ Επειδή ο αντίκτυπος της κεφαλαιοποίησης της λειτουργικής μίσθωσης και οι αναλήψεις υποχρεώσεων είναι σχετικά υψηλές στις μεταβολές των χρηματοοικονομικών δεικτών ορισμένων οντοτήτων του δείγματος, παρουσιάζοντας ακραίες τιμές, προκειμένου να επαλειφθούν οι επιδράσεις στις μέσες τιμές, η μέση αύξηση αναφέρεται στην τιμή της διαμέσου της εξεταζόμενης μεταβλητής (μεταβολή %). Ως εκ τούτου, ο αντίκτυπος ανά κλάδο και γεωγραφική περιοχή είναι υπολογιζόμενη με τη χρήση των τιμών της διαμέσου αντί των μέσων τιμών.

- Οι οντότητες εντός της Αυστραλίας και της Νέας Ζηλανδίας αναμένεται να παρουσιάσουν την μεγαλύτερη μέση αύξηση του χρέους κατά 22%, ακολουθούμενη από την Ευρωπαϊκή Ένωση και την Αφρική (μέση αύξηση 21%). Την μικρότερη επιρροή στο χρέος δέχονται οι οντότητες της Νοτίου Αμερικής με μέση αύξηση μόλις 5%.
- Οντότητες εντός της Ευρωπαϊκής Ένωσης και της Αφρικής αναμένεται να σημειώσουν την μεγαλύτερη μέση αύξηση του EBITDA κατά 11% και την μικρότερη μέση αύξηση οι οντότητες της Ασίας (4%). Η μέση μόχλευση (που υπολογίζεται ως χρέος διαιρεμένο με EBITDA) για τις οντότητες εντός της Ευρωπαϊκής Ένωσης αυξάνεται κατά 0,23 (1,55 → 1,78), ενώ για τις οντότητες της Αφρικής κατά 0,29 (1,08 → 1,37).
- Για τους λιανοπωλητές και τις αεροπορικές εταιρείες, τα αναφερόμενα χρεόγραφα αναμένεται να αυξηθούν κατά μέσο όρο 98% και 47% αντίστοιχα, ενώ η μέση μόχλευση θα αυξηθεί κατά 1,3 (1,17→2,47) και 0,37 (3,26 → 3,63). Η φερεγγυότητα για τους λιανοπωλητές και για τις αεροπορικές εταιρείες αναμένεται να παρουσιάσει την μεγαλύτερη μείωση κατά 13,3% (40,8% → 27,5%) και 5,7% (25,1% → 19,4%) αντίστοιχα, ενώ το 35% περίπου των εμπόρων λιανικής πώλησης και το 50% των αεροπορικών εταιρειών θα σημειώσει αύξηση του αναφερόμενου χρέους άνω του 25%. Ωστόσο, στην έρευνα επισημαίνεται ότι υπάρχουν σημαντικές διαφορές στην έκταση των επιπτώσεων της κεφαλαιοποίησης των λειτουργικών μισθώσεων για τις εξεταζόμενες βιομηχανίες, αλλά και μεταξύ των οντοτήτων εντός του ίδιου κλάδου.

5.2 Επιλογή Δείγματος

Για τις ανάγκες εκπόνησης της παρούσας διπλωματικής θα πραγματοποιηθεί εμπειρική έρευνα σχετικά με τον αντίκτυπο της κεφαλαιοποίησης των λειτουργικών μισθώσεων στις οικονομικές καταστάσεις της χρήσης του 2017 των εισηγμένων εταιρειών του Χ.Α.Α. του κλάδου τεχνολογιών πληροφορικής και τηλεπικοινωνιών. Αφορμή για αυτή την έρευνα αποτέλεσε η εφαρμογή του Δ.Π.Χ.Α. 16 «Μισθώσεις» και οι αλλαγές που επιφέρει από 01/01/2019 στις οικονομικές καταστάσεις των εταιρειών που χρησιμοποιούν ποσά χρηματοδότησης εκτός ισολογισμού όπως είναι οι λειτουργικές μισθώσεις και υποχρεούνται να τις ενσωματώσουν στον ισολογισμό τους. Η επιλογή του συγκεκριμένου κλάδου για την διεξαγωγή της έρευνας έγινε κατόπιν διερεύνησης όλων των εισηγμένων εταιρειών του Χ.Α.Α. πλην του τραπεζικού τομέα για την ύπαρξη τέτοιων ποσών στις οικονομικές τους εκθέσεις όπως αυτές αναρτώνται στον επίσημο ιστότοπο του Χ.Α.Α.¹¹⁵. Μετά από την ολοκλήρωση της σχετικής έρευνας επιλέχτηκε ένα δείγμα αυτών των εταιρειών και συγκεκριμένα ο κλάδος των τεχνολογιών πληροφορικής και επικοινωνιών, διότι από τις 9 εισηγμένες εταιρείες που δραστηριοποιούνται στον κλάδο και οι 9 παρουσιάζουν ποσά λειτουργικών μισθώσεων στις οικονομικές τους εκθέσεις του 2017. Σκοπός της έρευνας είναι να διερευνηθεί ο αντίκτυπος ενσωμάτωσης των λειτουργικών μισθώσεων στις οικονομικές καταστάσεις και η έκταση της επίδρασης σε επιλεγμένους αριθμοδείκτες απόδοσης και χρέους. Στον παρακάτω Πίνακα παρουσιάζονται οι 9 εταιρείες που απαρτίζουν τον κλάδο τεχνολογιών πληροφορικής και επικοινωνιών του Χ.Α.Α., καθώς και οι συνολικές μελλοντικές υποχρεώσεις λειτουργικών μισθώσεων όπως αποτυπώνονται στις οικονομικές εκθέσεις του 2017.

¹¹⁵ Όμιλος Χρηματιστηρίου Αθηνών - Athens Exchange Group, <http://www.helex.gr/el/> Πρόσβαση στις 16 Οκτωβρίου 2018.

Πίνακας 5.1

Εταιρείες του κλάδου τεχνολογιών πληροφορικής και τηλεπικοινωνιών του Χ.Α.Α

ΕΤΑΙΡΕΙΑ	Λειτουργικές Μισθώσεις	Αγορά Διαπραγμάτευσης
Ο.Τ.Ε. Α.Ε.	650.500.000,00 €	Κύρια Αγορά
INTRAKOM Α.Ε.	29.825.000,00 €	Κύρια Αγορά
ΠΛΑΙΣΙΟ Α.Ε.Β.Ε.	43.093.000,00 €	Κύρια Αγορά
QUEST Α.Ε.	28.545.000,00 €	Κύρια Αγορά
SPACE Α.Ε.	1.473.000,00 €	Κύρια Αγορά
LOGISMOS Α.Ε.	118.612,72 €	Κύρια Αγορά
ENTERSOFT Α.Ε.	2.706.998,00 €	Εναλλακτική Αγορά
VIDAVO Α.Ε.	113.124,64 €	Εναλλακτική Αγορά
OPTRONICS TECHNOLOGIES Α.Β.Ε.Τ.Ε.	255.659,96 €	Εναλλακτική Αγορά

Όπως βλέπουμε στον παραπάνω Πίνακα από τις 9 εταιρείες τρεις εξ αυτών βρίσκονται στην εναλλακτική αγορά. Στην διάρκεια της έρευνας διαπιστώθηκε ότι δεν ήταν εφικτό για 2 από αυτές (Vidavo Α.Ε. και Optronics Technologies Α.Β.Ε.Τ.Ε.) να προσδιοριστεί το μέσο σταθμικό κόστος κεφαλαίου (WACC), διότι οι τιμές των μετοχών τους παραμένουν αμετάβλητες στην πάροδο του χρόνου. Με άλλα λόγια δεν υπάρχει κάποια αλληλεπίδραση με τον γενικό δείκτη της εναλλακτικής αγοράς και κατά συνέπεια αυξομείωση στην τιμή τους και επιπροσθέτως η εναλλακτική αγορά, η οποία λειτουργεί από το 2014 και αποτελεί προθάλαμο της κύριας αγοράς μπορεί να χαρακτηριστεί μία σχετικά «ρηχή» αγορά. Για τον λόγο αυτό επιλέχθηκε να εξαιρεθούν από τη συγκεκριμένη έρευνα.

5.3 Περιγραφή της μεθοδολογίας

Η διαδικασία της εμπειρικής έρευνας θα βασιστεί στην μεθοδολογία του καθηγητή Aswath Damodaran¹¹⁶ του πανεπιστημίου N.Y.U. Stern School of Business . Σύμφωνα με τον καθηγητή Damodaran η διαδικασία κεφαλαιοποίησης των λειτουργικών μισθώσεων ακολουθεί τα εξής στάδια :

- Καταγραφεί των ποσών μελλοντικών υποχρεώσεων από λειτουργικές μισθώσεις όπως παρουσιάζονται στις οικονομικές εκθέσεις των εξεταζόμενων εταιρειών σε

¹¹⁶ Damodaran Aswath, "Leases, Debt and Value", (The University of New York: Stern School of Business, 2009), <http://people.stern.nyu.edu/adamodar/pdfiles/papers/newlease.pdf>.

επίπεδο ομίλου. Οι υποχρεώσεις από λειτουργικές μισθώσεις παρουσιάζονται στις σημειώσεις των ετήσιων οικονομικών καταστάσεων ξεχωριστά για χρονικά διαστήματα έως 1 έτος, από 1 έως 5 έτη και από 5 έτη και άνω.

- Προσδιορισμός του κόστους δανεισμού της κάθε εταιρείας. Η εκτίμηση του κόστους μακροχρόνιου δανεισμού εφόσον δεν αναφέρεται στις οικονομικές εκθέσεις των εταιρειών, υπολογίζεται βάσει του credit rating¹¹⁷ της κάθε εταιρείας. Σύμφωνα με τον Damodaran πολλές εταιρείες μικρού και μεσαίου μεγέθους δεν διαθέτουν αξιολόγηση πιστοληπτικής ικανότητας από κάποιο επίσημα αναγνωρισμένο οίκο αξιολόγησης. Σε αυτές τις περιπτώσεις ο πιο ενδεδειγμένος τρόπος προσδιορισμού του credit rating μιας εταιρείας που δεν διαθέτει εταιρικά ομόλογα είναι μέσω του δείκτη κάλυψης χρεωστικών τόκων (Interest Coverage Ratio), δηλαδή μέσω του λόγου λειτουργικά έσοδα προς χρεωστικοί τόκοι. Αυτό επιτυγχάνεται μέσω μιας συνθετικής μεθόδου με βάση τον παραπάνω δείκτη. Στο Παράρτημα I παρουσιάζονται τα επιτόκια δανεισμού των εταιρειών βάσει της παραπάνω μεθόδου¹¹⁸. Συγκεκριμένα, μέσω ενός αρχείου excel και με κυκλικές επαναλήψεις προσδιορίζεται το επιτόκιο δανεισμού με βάση το default spread¹¹⁹ που αντιστοιχεί στο συγκεκριμένο credit rating της εταιρείας με δεδομένο το ύψος των λειτουργικών μισθώσεων και του δείκτη κάλυψης τόκων κάθε εταιρείας, προσθέτοντας επιπλέον το default spread της χώρας¹²⁰ δραστηριοποίησης¹²¹ και την απόδοση ενός αξιόγραφου μηδενικού κινδύνου (free risk rate¹²²) που στην

¹¹⁷ Η αξιολόγηση της πιστοληπτικής ικανότητας ενός ατόμου, μιας επιχείρησης ή ενός κράτους ως προς την ικανότητα αποπληρωμής του χρέους.

Encyclopedia Wikipedia, "Credit Rating". (Wikimedia Foundation, 2018), πρόσβαση στις 17 Οκτωβρίου 2018, https://en.wikipedia.org/wiki/Norwalk_Agreementhttps://en.wikipedia.org/wiki/Credit_rating

¹¹⁸ Για τις εταιρείες Ο.Τ.Ε. Α.Ε., SPACE HELLAS Α.Ε. και INTRAKOM Α.Ε. το μέσο-σταθμικό κόστος μακροχρόνιου δανεισμού αναφέρεται στις οικονομικές εκθέσεις τους.

¹¹⁹ Πριμοδότηση κινδύνου αθέτησης – περιθώριο απόδοσης. Πρόκειται για την επιπλέον απόδοση που απαιτούν οι επενδυτές για την ανάληψη του κινδύνου μη εκπλήρωσης της υποχρέωσης αποπληρωμής του χρέους σε επίπεδο χώρας.

Investopedia, "Yield Spread",

<https://www.investopedia.com/terms/y/yieldspread.asp> Πρόσβαση στις 17 Οκτωβρίου 2018.

¹²⁰ Aswath, Damodaran. "Country Default Spreads and Risk Premiums, last updated: January 2018", The University of New York - Stern School of Business,

http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datafile/ctryprem.html Πρόσβαση στις 17 Οκτωβρίου 2018.

¹²¹ Σε περίπτωση που ένας όμιλος εταιρειών δραστηριοποιείται μέσω θυγατρικών σε περισσότερες χώρες υπολογίζεται το σταθμισμένο default Spread βάσει πωλήσεων ανά χώρα. Σε περίπτωση που δεν αναφέρονται οι πωλήσεις ανά μεμονωμένη χώρα, υπολογίζεται το συνολικό default Spread ανά γεωγραφικό τομέα με βάση το ακαθάριστο εγχώριο προϊόν ανά χώρα και κατόπιν γίνεται η στάθμιση με βάση τις συνολικές πωλήσεις για κάθε γεωγραφική περιοχή.

¹²² Το επιτόκιο μηδενικού κινδύνου είναι το ποσοστό απόδοσης μιας υποθετικής επένδυσης χωρίς κίνδυνο οικονομικών ζημιών, σε μια δεδομένη χρονική περίοδο.

προκειμένη περίπτωση θα χρησιμοποιηθεί η απόδοση του 10ετούς γερμανικού ομολόγου στις 29/12/2017 (0,427%)¹²³. Για τις εταιρείες των οποίων τα επιτόκια δανεισμού δεν αναφέρονται στις οικονομικές εκθέσεις το αρχικό επιτόκιο υπολογίζεται βάσει του credit rating της εταιρείας χωρίς να λαμβάνεται υπόψη η ύπαρξη των λειτουργικών μισθώσεων (Παράρτημα Ι).

- Υπολογισμός της παρούσας αξίας των μελλοντικών λειτουργικών μισθώσεων προεξοφλημένες με το επιτόκιο δανεισμού της κάθε εταιρείας όπως προσδιορίστηκε στο προηγούμενο στάδιο. Προς ευκολία των εν λόγω υπολογισμών χρησιμοποιήθηκε ένα αρχείο excel¹²⁴ όπως αναρτάται από τον εν λόγω καθηγητή στο οποίο ενσωματώνονται τα ποσά λειτουργικής μίσθωσης όπως καταγράφονται στις οικονομικές εκθέσεις και υπολογίζεται η παρούσα αξία αυτών. Συγκεκριμένα, στο παράρτημα ΙΙ παρουσιάζονται οι εν λόγω υπολογισμοί για κάθε εταιρεία του δείγματος. Όπως μπορεί κάποιος να διαπιστώσει οι υποχρεώσεις λειτουργικών μισθώσεων για τα έτη 2 έως 5 διαιρούνται με το 4, ώστε να προκύψει ισόποση υποχρέωση, ενώ για τα έτη 6 και άνω όλο το ποσό της υποχρέωσης προεξοφλείται για το υπόλοιπο χρονικό διάστημα όπως προκύπτει από τον υπολογισμό της διάρκειας μίσθωσης, δηλαδή από την διαίρεση του ποσού του έκτου έτους με τον μέσο όρο των μισθώσεων των πρώτων πέντε ετών. Η συνολική διάρκεια της μίσθωσης προκύπτει από την πρόσθεση των πέντε ετών και των ετών που προκύπτει με στρογγυλοποίηση από τον παραπάνω υπολογισμό.
- Ενσωμάτωση της παρούσας αξίας των λειτουργικών μισθώσεων με ισόποση προσαύξηση του ενεργητικού και του παθητικού (στο σκέλος των μακροχρόνιων υποχρεώσεων) με το αντίστοιχο ποσό και αναπροσαρμογή του λειτουργικού εισοδήματος με βάση την σχέση :
Λειτουργικό Εισόδημα προ φόρων και τόκων (EBIT) + έξοδα μίσθωσης τρέχουσας χρήσης – απόσβεση 1^{ου} έτους
Ως τρέχουσα υποχρέωση λειτουργικής μίσθωσης λαμβάνεται υπόψη το συνολικό ποσό λειτουργικού μισθώματος του πρώτου έτους της προηγούμενης χρήσης (2016).

Encyclopedia Wikipedia, "Risk Free Interest Rate". (Wikimedia Foundation, 2018), πρόσβαση στις 17 Οκτωβρίου 2018, https://en.wikipedia.org/wiki/Risk-free_interest_rate

¹²³ Investing.com. "Γερμανία 10 ετών – Απόδοση Ομολόγου: Ιστορικά Στοιχεία", <https://gr.investing.com/rates-bonds/germany-10-year-bond-yield-historical-data> Πρόσβαση στις 20 Οκτωβρίου 2018.

¹²⁴ Damodaran, Aswath. "Synthetic Rating Estimation & Operating Leases ", The University of New York: Stern School of Business, <http://people.stern.nyu.edu/adamodar/pc/ratings.xls> Πρόσβαση στις 21 Οκτωβρίου 2018.

Η ετήσια απόσβεση υπολογίζεται με βάση την σταθερή μέθοδο και προκύπτει από την διαίρεση της συνολικής παρούσα αξία της λειτουργικής μίσθωσης με το σύνολο των ετών διάρκειας της μίσθωσης, όπως υπολογίστηκε στο προηγούμενο στάδιο.

- Προσδιορισμός των χρεωστικών τόκων της λειτουργικής μίσθωσης και ενσωμάτωση αυτού του ποσού στους χρεωστικούς τόκους της χρήσης 2017 από την σχέση :

Παρούσα αξία λειτουργικών μισθώσεων * προ φόρων επιτόκιο δανεισμού

- Προσδιορισμός του επενδεδυμένου κεφαλαίου από την σχέση :

Λογιστική αξία ιδίων κεφαλαίων + λογιστική αξία χρέους + παρούσα αξία λειτουργικής μίσθωσης – ταμειακά διαθέσιμα

- Υπολογισμός αριθμοδεικτών ¹²⁵ πριν και μετά την κεφαλαιοποίηση των λειτουργικών μισθώσεων, μετά την αναπροσαρμογή των παραπάνω ποσών.
- Υπολογισμός του μέσου σταθμικού κόστους κεφαλαίου (Weighted Average Cost of Capital¹²⁶) κάθε εταιρείας πριν και μετά την κεφαλαιοποίηση των λειτουργικών μισθώσεων. Για τον υπολογισμό του WACC θα χρησιμοποιηθεί η σχέση :

$$WACC = W_d * R_d * (1 - TC) + W_e * R_e + W_p * R_p$$

Όπου :

R_e = το κόστος ιδίων κεφαλαίων

R_d = το κόστος χρέους

R_p = το κόστος προνομιούχων μετοχών

$W_e = E / V$ το ποσοστό χρηματοδότησης των ιδίων κεφαλαίων

$W_d = D / V$ το ποσοστό χρηματοδότησης του χρέους

$W_p = P / V$ το ποσοστό χρηματοδότησης των προνομιούχων μετοχών

E = η αγοραία αξία των ιδίων κεφαλαίων της επιχείρησης¹²⁷

D = η αξία του χρέους της επιχείρησης

P = η αγοραία αξία των προνομιούχων μετοχών της επιχείρησης

¹²⁵ Οι επιλεγμένοι αριθμοδείκτες απόδοσης και χρέους αναλύονται στην επόμενη ενότητα.

¹²⁶ Το μέσο σταθμικό κόστος κεφαλαίου ή Weighted Average Cost of Capital (WACC) αντιπροσωπεύει την συνολική ελάχιστη απαιτούμενη απόδοση κατά μέσο όρο που αναμένουν μέτοχοι και δανειστές για την χρηματοδότηση των περιουσιακών στοιχείων της επιχείρησης. Investopedia, "Weighted Average Cost of Capital (WACC)", <https://www.investopedia.com/terms/w/wacc.asp> Πρόσβαση στις 23 Οκτωβρίου 2018.

¹²⁷ Η αγοραία αξία του μετοχικού κεφαλαίου ισούται με το γινόμενο της τιμή κλεισίματος της μετοχής στις 29/12/2017 με τον αριθμό των υπό διαπραγμάτευση μετοχών όπως αναφέρεται στις οικονομικές εκθέσεις των εταιρειών για το 2017.

$V = E + D + P$ η συνολική αξία χρηματοδότησης της επιχείρησης (μετοχικό κεφάλαιο και χρέος)

TC = ο συντελεστής εταιρικού φόρου (**29%**)

Για τον υπολογισμό του WACC θα πρέπει πρώτα να έχουν υπολογιστεί τα κόστη ιδίων κεφαλαίων και χρέους (R_e και R_d). Το κόστος δανεισμού (R_d) έχει ήδη υπολογιστεί στο στάδιο δύο, είτε μέσω της συνθετικής μεθόδου είτε αναφέρεται στις οικονομικές εκθέσεις των εταιρειών. Για τον υπολογισμό του κόστους ιδίων κεφαλαίων (R_e) θα εφαρμόσουμε το υπόδειγμα Αποτίμησης Κεφαλαιουχικών Περιουσιακών Στοιχείων (Capital Asset Pricing Model – CAMP) από την σχέση:

$$R_e = R_f + b * (R_m - R_f)$$

Όπου :

R_e = το κόστος ιδίων κεφαλαίων

R_f = το άνευ κινδύνου επιτόκιο της αγοράς (free risk rate)

b = ο συντελεστής του συστηματικού κινδύνου της μετοχής κάθε εταιρείας

$(R_m - R_f)$ = το ασφάλιστρο της αγοράς (country risk premium)

Το R_f που θα χρησιμοποιηθεί για τον υπολογισμό του WACC κάθε εταιρείας είναι η μέση απόδοση του 10ετούς γερμανικού ομολόγου για το 2017 η οποία υπολογίστηκε σε **0,3765%**. Ο συντελεστής βήτα που αντιπροσωπεύει τον συστηματικό κίνδυνο της μετοχής, είναι ένα μέτρο μέτρησης της μεταβλητότητας της μετοχής σε σχέση με τις αποδόσεις της αγοράς και θα υπολογιστεί με γραμμική παλινδρόμηση με βάση τις ημερήσιες τιμές κλεισίματος των μετοχών της κάθε εταιρείας για το 2017¹²⁸ σε σχέση με τις ημερήσιες αποδόσεις του γενικού δείκτη του X.A.A. Ως εξαρτημένη μεταβλητή (Y) χρησιμοποιείται η διαφορά των ημερήσιων λογαριθμικών τιμών κλεισίματος των μετοχών του έτους 2017, και ως ανεξάρτητη μεταβλητή (X) η διαφορά των ημερήσιων λογαριθμικών τιμών κλεισίματος του Γ.Δ. του X.A.A. για την ίδια περίοδο (2017). Η διαδικασία αυτή θα ακολουθηθεί για όλες τις εταιρείες που διαπραγματεύονται στην κύρια αγορά, εκτός από την εταιρεία Logismos A.E. για την οποία θα χρησιμοποιηθεί ο δείκτης

¹²⁸ Οι ιστορικές τιμές των μετοχών των εταιρειών και των δεικτών αναφοράς που χρησιμοποιήθηκαν για τα έτη 2015, 2016 και 2017 αντλήθηκαν από τις εξής ιστοσελίδες :

Ναυτεμπορική Digital Network. "Οικονομία & Αγορές",

<https://www.naftemporiki.gr/finance/> Πρόσβαση στις 20 Οκτωβρίου 2018.

Investing.com. "Μετοχές",

<https://gr.investing.com/equities/> Πρόσβαση στις 20 Οκτωβρίου 2018.

Capital.gr. "Μετοχές",

<http://www.capital.gr/finance/el/allstocks> Πρόσβαση στις 20 Οκτωβρίου 2018.

FTSE/XA Mid.&Sm. Cap.¹²⁹ για την τριετία 2015 – 2017. Για την εταιρεία Entersoft A.E. της οποίας οι μετοχές διαπραγματεύονται στην εναλλακτική αγορά ο δείκτης που θα χρησιμοποιηθεί είναι ο αντίστοιχος δείκτης της εναλλακτικής αγοράς (Δ.Ε.Α.) για το έτος 2017. Το ασφάλιστρο κινδύνου ($R_m - R_f$)¹³⁰ για την αγορά της Ελλάδας σύμφωνα με τα ενημερωμένα στοιχεία του Ιανουαρίου/2018 όπως αναρτώνται από τον εν λόγω καθηγητή ήταν **10,38%**. Αν η επιχείρηση δραστηριοποιείται σε περισσότερες χώρες υπολογίζεται το σταθμισμένο ασφάλιστρο κινδύνου βάσει πωλήσεων ανά χώρα. Σε περίπτωση που δεν αναφέρονται οι πωλήσεις ανά χώρα, υπολογίζεται το σταθμισμένο Country Risk Premium ανά γεωγραφικό τομέα με βάση το ακαθάριστο εγχώριο προϊόν (G.D.P.) ανά χώρα και κατόπιν γίνεται η στάθμιση με βάση τις συνολικές πωλήσεις για κάθε γεωγραφικό τομέα.

Για τον υπολογισμό του beta μετά την κεφαλαιοποίηση των λειτουργικών μισθώσεων θα χρησιμοποιηθεί η παρακάτω σχέση :

$$b' = b_u * \left(1 + \left(\frac{D'}{E} \right) * (1 - T) \right)$$

Όπου :

b_u = το unlevered beta της μετοχής

D' = οι δανειακές υποχρεώσεις μετά την κεφαλαιοποίηση

E = η αγοραία αξία των ιδίων κεφαλαίων της επιχείρησης

TC = ο συντελεστής εταιρικού φόρου (**29%**)

Ο υπολογισμός του unlevered beta¹³¹ υπολογίζεται από την σχέση :

¹²⁹ Δείκτης Μεσαίας και Μικρής Κεφαλαιοποίησης.

¹³⁰ Aswath, Damodaran. "Country Default Spreads and Risk Premiums, last updated: January 2018 ", The University of New York: Stern School of Business,

http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datafile/ctryprem.html

¹³¹ Το «Unlevered beta» μετράει τον κίνδυνο της μετοχής, συγκρίνοντας την αγορά με μια εταιρεία χωρίς χρέη. Επειδή κάθε εταιρεία έχει διαφορετική κεφαλαιουχική δομή, το ύψος του χρέους που έχει κάθε μία από αυτές μπορεί να επηρεάσει την απόδοσή της, καθιστώντας την πιο ευαίσθητη στις μεταβολές της τιμής της μετοχής της. Οι εταιρείες που εξετάζονται έχουν χρέος στις οικονομικές τους καταστάσεις, αλλά με το unlevered beta θεωρούμε ότι δεν έχουν καθόλου χρέος, αφαιρώντας οποιοδήποτε χρέος από τον υπολογισμό του συντελεστή β. Όσο περισσότερο το χρέος μιας εταιρείας, τόσο περισσότερα κέρδη χρησιμοποιούνται για την αποπληρωμή αυτού του χρέους. Με αυτόν τον τρόπο, θα ληφθεί υπόψη μόνο η ευαισθησία της κεφαλαιακής επάρκειας (μετοχικού κεφαλαίου) μιας επιχείρησης στην αγορά. Γενικά το unlevered beta είναι χαμηλότερο του levered beta.

Investopedia, "Unlevered Beta",

<https://www.investopedia.com/terms/u/unleveredbeta.asp> Πρόσβαση στις 23 Οκτωβρίου 2018.

$$b_u = \frac{b}{\left(1 + \left(\frac{D}{E}\right) * (1 - T)\right)}$$

Όπου :

b = το levered beta της μετοχής

D = οι δανειακές υποχρεώσεις πριν την κεφαλαιοποίηση

E = η αγοραία αξία των ιδίων κεφαλαίων της επιχείρησης

TC = ο συντελεστής εταιρικού φόρου (29%)

5.4 Ανάλυση χρηματοοικονομικών δεικτών

Οι χρηματοοικονομικοί δείκτες που θα αξιολογηθούν για την επίπτωση της κεφαλαιοποίησης των λειτουργικών μισθώσεων στα οικονομικά δεδομένα των εταιρειών του δείγματος παρουσιάζονται στον παρακάτω Πίνακα.

Πίνακας 5.2
Αριθμοδείκτες Απόδοσης και Χρέους

ΑΡΙΘΜΟΔΕΙΚΤΕΣ	
ROIC (Return on Investment Capital - Απόδοση Επενδεδυμένου Κεφαλαίου)	EBIT (1-Φ.Σ.)
	Invested Capital = Λογιστική Αξία Ιδίων Κεφαλαίων + Λογιστική Αξία Δανειακών Κεφαλαίων - Ταμειακά Διαθέσιμα
ROE (Return on Equity - Απόδοση Ιδίων Κεφαλαίων)	EBIT - Χρηματοοικονομικά Έξοδα (Κέρδη προ φόρων)
	Σύνολο Ιδίων Κεφαλαίων
ROA (Return on Assets - Απόδοση Περιουσιακών Στοιχείων)	EBIT - Χρηματοοικονομικά Έξοδα (Κέρδη προ φόρων)
	Σύνολο Ενεργητικού
ROCE (Return on Capital Employed - Απόδοση Απασχολούμενου Κεφαλαίου)	EBIT
	Employed Capital = Σύνολο Ενεργητικού - Βραχυπρόθεσμες Υποχρεώσεις
Δείκτης Κάλυψη Τόκων (Interest Coverage Ratio)	EBIT
	Χρεωστικοί Τόκοι
Χρεωστικός Δείκτης (D/E - Debt to Equity Ratio)	Συνολικά Δανειακά Κεφάλαια
	Σύνολο Ιδίων Κεφαλαίων
Δείκτης Συνολικής Δανειακής Επιβάρυνσης (Total Debt to Total Assets)	Συνολικά Δανειακά Κεφάλαια
	Σύνολο Ενεργητικού
Περιθώριο Λειτουργικού Κέρδους (Operating Profit Margin)	EBIT
	Πωλήσεις

Οι εν λόγω αριθμοδείκτες απόδοσης και χρέους θα υπολογιστούν αρχικά πριν την κεφαλαιοποίηση των λειτουργικών μισθώσεων από τα δεδομένα των οικονομικών εκθέσεων του 2017 των εταιρειών του δείγματος και μετά την αναπροσαρμογή των ποσών που περιγράφονται στην προηγούμενη ενότητα θα υπολογιστούν εκ νέου ώστε να μπορεί να υπάρξει σύγκριση πριν και μετά την κεφαλαιοποίηση των λειτουργικών μισθώσεων. Οι συγκεκριμένοι αριθμοδείκτες επιλέχθηκαν διότι έχουν σημαντική πληροφοριακή αξία για επενδυτές και μετόχους και σχετίζονται άμεσα με το αποτέλεσμα της ενσωμάτωσης των λειτουργικών μισθώσεων στα οικονομικά στοιχεία των ισολογισμών και των αποτελεσμάτων χρήσης.

Θεωρούμαι επίσης ως απλοποιημένη παραδοχή στην ανάλυση που ακολουθεί ότι το καθαρό εισόδημα προ φόρων δεν επηρεάζεται σε βάθος χρόνου από την κεφαλαιοποίηση των λειτουργικών μισθώσεων, δηλαδή το συνολικό έξοδο της λειτουργικής μίσθωσης που θα αφαιρείτο από τα λειτουργικά έσοδα είναι ίσο με το άθροισμα των συνολικών εξόδων τόκων και ετήσιας απόσβεσης μετά την αναπροσαρμογή των ποσών. Ωστόσο λόγω χρονικών επιδράσεων στα κέρδη προ φόρων από τους καταλογισμένους τόκους της μίσθωσης επηρεάζονται στο βαθμό που δημιουργούνται χαμηλότερα κέρδη προ φόρων τα πρώτα έτη και γι αυτό τον λόγο συνυπολογίζονται στον υπολογισμό των αριθμοδεικτών για το έτος επανακατηγοριοποίησης των λειτουργικών μισθώσεων.

Οι αριθμοδείκτες που θα εξεταστούν αναλύονται ως εξής :

1. ROIC = Απόδοση Επενδεδυμένου Κεφαλαίου¹³².

Η απόδοση του επενδεδυμένου κεφαλαίου (ROIC) είναι ένας δείκτης που χρησιμοποιείται για να εκτιμηθεί η αποδοτικότητα μιας επιχείρησης δηλαδή ο βαθμός ικανότητας της εταιρείας στην χρησιμοποίηση των ιδίων και ξένων κεφαλαίων της σε κερδοφόρες επενδύσεις. Η απόδοση του επενδεδυμένου κεφαλαίου δίνει μια αίσθηση στο πόσο καλά μια επιχείρηση χρησιμοποιεί τα χρήματά της για να δημιουργήσει αποδόσεις. Η σύγκριση της απόδοσης του επενδεδυμένου κεφαλαίου μιας επιχείρησης με το μέσο σταθμισμένο κόστος κεφαλαίου της (WACC) μας δείχνει εάν το επενδεδυμένο κεφάλαιο χρησιμοποιείται αποτελεσματικά. Αν το ROIC είναι μεγαλύτερο από το μέσο-σταθμικό κόστος κεφαλαίου (WACC) δημιουργείται μεγαλύτερη αξία για τους δανειστές και τους

¹³² Investopedia, "Return On Invested Capital (ROIC)" <https://www.investopedia.com/terms/r/returnoninvestmentcapital.asp> Πρόσβαση στις 26 Οκτωβρίου 2018.

μετόχους της. Ο υπολογισμός της απόδοσης του επενδεδυμένου κεφαλαίου ξεκινά με την εκτίμηση της αξίας του επενδεδυμένου κεφαλαίου στον παρονομαστή, το οποίο είναι το άθροισμα των δανείων και των ιδίων κεφαλαίων μιας εταιρείας πλην τα ταμειακά της διαθέσιμα. Η τιμή του αριθμητή υπολογίζεται με την προσαρμογή του λειτουργικού κέρδους για φόρους : $(EBIT - \text{Λειτουργικό κέρδος προ φόρων και τόκων}) * (1 - \text{φορολογικός συντελεστής})$. Ο συντελεστής εταιρικού φόρου για το 2017 αντιστοιχεί σε 29%.

2. ROE = Απόδοση Ιδίων Κεφαλαίων¹³³

Η απόδοση ιδίων κεφαλαίων είναι η αναλογία του λειτουργικού εισοδήματος προ φόρων¹³⁴ (κέρδη προ φόρων) στα ίδια κεφάλαια. Το ROE θεωρείται ως μέτρο για το πόσο αποτελεσματικά η επιχείρηση χρησιμοποιεί τα κεφάλαια των ιδιοκτητών της για τη δημιουργία κερδών. Η αξιολόγηση του δείκτη ROE θα πρέπει συνεκτιμάται σε σχέση με τις τιμές του αριθμητή και του παρονομαστή. Για παράδειγμα ένας εξαιρετικά υψηλός ROE μπορεί να υποδηλώνει υψηλά κέρδη σε σύγκριση με τα ίδια κεφάλαια επειδή η απόδοση μιας επιχείρησης είναι εξαιρετικά ισχυρή. Ωστόσο ένα εξαιρετικά υψηλό ποσοστό ROE μπορεί να οφείλεται και σε ένα μικρό λογαριασμό μετοχών σε σύγκριση με το λειτουργικό εισόδημα, γεγονός που μπορεί να υποδηλώνει κίνδυνο. Μπορεί μια επιχείρηση να έχει δανειστεί υπερβολικά και ο δείκτης ROE να φαίνεται αυξημένος επειδή ο παρονομαστής είναι ίσος με το ενεργητικό μείον το χρέος. Όσο περισσότερο χρεωμένη μια εταιρεία τόσο μικρότερα τα ίδια κεφάλαια και κατά επέκταση υψηλότερες τιμές ROE.

3. ROA = Απόδοση Περιουσιακών Στοιχείων¹³⁵

Η απόδοση των περιουσιακών στοιχείων αποτελεί δείκτη για το πόσο κερδοφόρα είναι μια εταιρεία σε σχέση με το σύνολο των στοιχείων του ενεργητικού της. Η ROA δίνει μια ιδέα για το πόσο αποτελεσματική είναι η διαχείριση μιας εταιρείας στη χρήση των περιουσιακών της στοιχείων για τη δημιουργία κερδών. Η απόδοση των στοιχείων ενεργητικού εμφανίζεται ως ποσοστό και υπολογίζεται από τον λόγο λειτουργικό

¹³³ Investopedia, "Return on Equity (ROE)",

<https://www.investopedia.com/terms/r/returnonequity.asp> Πρόσβαση στις 26 Οκτωβρίου 2018.

¹³⁴ Για τον υπολογισμό των δεικτών ROE και ROA επιλέγεται να χρησιμοποιηθούν τα κέρδη προ φόρων και όχι τα καθαρά κέρδη όπως είθισται συνήθως, διότι αρκετές εταιρείες του δείγματος δραστηριοποιούνται σε πολλές χώρες και ο φορολογικός συντελεστής ποικίλει από χώρα σε χώρα. Με αυτό τον τρόπο μπορεί να είναι δυνατή η σύγκριση των δεικτών μεταξύ των εταιρειών του δείγματος χωρίς την επίδραση του παράγοντα φορολογίας.

Investopedia, "Return on Assets (ROA)",

<https://www.investopedia.com/terms/r/returnonassets.asp> Πρόσβαση στις 26 Οκτωβρίου 2018.

εισόδημα προ φόρων προς σύνολο ενεργητικού. Όσο υψηλότερη η τιμή του ROA, τόσα περισσότερα χρήματα κερδίζει η εταιρεία για λιγότερες επενδύσεις.

4. ROCE = Απόδοση Απασχολούμενου Κεφαλαίου¹³⁶

Η απόδοση του απασχολούμενου κεφαλαίου είναι δείκτης αποδοτικότητας που μετρά πόσο αποτελεσματικά μια επιχείρηση μπορεί να δημιουργήσει κέρδη από το χρησιμοποιούμενο κεφάλαιο, συγκρίνοντας το καθαρό λειτουργικό κέρδος με το χρησιμοποιούμενο κεφάλαιο. Με άλλα λόγια, η απόδοση του κεφαλαίου που απασχολείται δείχνει πόσα ευρώ σε κέρδη δημιουργεί κάθε ευρώ του απασχολούμενου κεφαλαίου. Προφανώς, ένας υψηλότερος λόγος θα είναι ευνοϊκότερος, διότι περισσότερα κέρδη δημιουργούνται από λιγότερα κεφάλαια. Το ROCE είναι δείκτης μακροπρόθεσμης κερδοφορίας, διότι δείχνει πόσο αποτελεσματικά τα περιουσιακά στοιχεία αποδίδουν, λαμβάνοντας παράλληλα υπόψη τη μακροπρόθεσμη χρηματοδότηση. Αυτός είναι ο λόγος για τον οποίο το ROCE είναι πιο χρήσιμος λόγος από την δείκτη απόδοσης ιδίων κεφαλαίων (ROE) για την αξιολόγηση της μακροζωίας μιας εταιρείας. Το ROCE υπολογίζεται ως ο λόγος κέρδη προ φόρων και τόκων (EBIT) προς απασχολούμενο κεφάλαιο (σύνολο ενεργητικού – βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις).

5. I.C.R. = Δείκτης Κάλυψης Τόκων¹³⁷

Ο δείκτης κάλυψης του επιτοκίου χρησιμοποιείται για τον προσδιορισμό του τρόπου με τον οποίο μια εταιρεία μπορεί να πληρώσει τους τόκους για το οφειλόμενο χρέος της. Στην ουσία, ο δείκτης κάλυψης των τόκων μετρά πόσες φορές μια εταιρεία θα μπορούσε να πληρώσει την τρέχουσα πληρωμή τόκων με τα διαθέσιμα κέρδη της. Η ικανότητα μιας εταιρείας να εκπληρώνει τις υποχρεώσεις των τόκων είναι μια ένδειξη της φερεγγυότητάς της και είναι επομένως ένας πολύ σημαντικός παράγοντας στην απόδοση των μετόχων. Ο δείκτης κάλυψης τόκων υπολογίζεται διαιρώντας τα λειτουργικά κέρδη προ φόρων και τόκων με τα έξοδα των χρεωστικών τόκων. Γενικότερα, όταν ο δείκτης κάλυψης του επιτοκίου μιας εταιρείας είναι κοντά στο 1,5 ή χαμηλότερος, η ικανότητά της να καλύψει τα έξοδα τόκων μπορεί να αμφισβητηθεί.

¹³⁶ Investopedia, "Return On Capital Employed (ROCE)", <https://www.investopedia.com/terms/r/roce.asp> Πρόσβαση στις 27 Οκτωβρίου 2018.

¹³⁷ Investopedia, "Interest Coverage Ratio", <https://www.investopedia.com/terms/i/interestcoverageratio.asp> Πρόσβαση στις 27 Οκτωβρίου 2018.

6. D/E = Δείκτης Χρέους¹³⁸

Ο δείκτης χρέους προς ίδια κεφάλαια είναι ένας δείκτης που μετρά την χρηματοδοτική μόχλευση της εταιρείας και συγκρίνει το συνολικό χρέος μιας εταιρείας με το σύνολο των ιδίων κεφαλαίων. Ο λόγος χρέους / ιδίων κεφαλαίων δείχνει το ποσοστό χρηματοδότησης της εταιρείας που προέρχεται από πιστωτές και επενδυτές. Ο υψηλότερος δείκτης χρέους/ ιδίων κεφαλαίων υποδηλώνει ότι χρησιμοποιείται περισσότερη χρηματοδότηση από τους πιστωτές (τραπεζικά δάνεια) από τη χρηματοδότηση των επενδυτών (μέτοχοι). Γενικά, ένας υψηλός δείκτης χρέους σημαίνει ότι μια επιχείρηση ακολουθεί μια επιθετική πολιτική χρηματοδότησης του ενεργητικού της. Οι υψηλοί δείκτες μόχλευσης συνδέονται όμως με υψηλά επίπεδα κινδύνου. Αυτό μπορεί να οδηγήσει σε μεταβλητά κέρδη ως αποτέλεσμα του πρόσθετου χρεωστικού τόκου που καλείται να καταβάλει η επιχείρηση. Όταν το εισόδημα που παράγεται από την χρησιμοποίηση δανειακών κεφαλαίων αυξάνεται κατά ποσό μεγαλύτερο από το κόστος χρέους τότε οι μέτοχοι επωφελούνται, αφού τα κέρδη διανέμονται στον ίδιο αριθμό μετοχών. Αντιθέτως, όταν το κόστος της χρηματοδότησης του χρέους καταλήγει να υπερκεράσει τις αποδόσεις των επενδύσεων και επιχειρηματικών δραστηριοτήτων από την χρησιμοποίηση δανειακών κεφαλαίων, οι μέτοχοι ζημιώνονται.

7. D/A = Δείκτης Συνολικής Δανειακής Επιβάρυνσης¹³⁹

Ο δείκτης χρέος προς σύνολο ενεργητικού είναι παρόμοιος με τον προηγούμενο δείκτη και μετρά το ποσό του συνολικού ενεργητικού που χρηματοδοτείται από τους πιστωτές αντί των επενδυτών - μετόχων. Με άλλα λόγια, δείχνει το ποσοστό του ενεργητικού που χρηματοδοτείται από το δανεισμό σε σχέση με το ποσοστό των πόρων που χρηματοδοτούνται από τους μετόχους. Βασικά, απεικονίζει τον τρόπο με τον οποίο μια επιχείρηση αναπτύσσεται με την πάροδο του χρόνου. Πρόκειται για μια σημαντική μέτρηση, διότι δείχνει τον τρόπο μόχλευσης της εταιρείας εξετάζοντας πόσα από τα κεφάλαια της εταιρείας ανήκουν στους μετόχους με τη μορφή μετοχών και πιστωτών με τη μορφή χρέους. Τόσο οι επενδυτές όσο και οι πιστωτές χρησιμοποιούν αυτό το ποσό για να λαμβάνουν αποφάσεις σχετικά με την εταιρεία. Εάν το χρέος σε περιουσιακά στοιχεία ισούται με 1, σημαίνει ότι η εταιρεία έχει το ίδιο ποσό δανειακών υποχρεώσεων με την αξία των περιουσιακών της στοιχείων. Αυτή η εταιρεία έχει μεγάλη μόχλευση. Μια

¹³⁸ Investopedia, "Debt/Equity Ratio", <https://www.investopedia.com/terms/d/debtequityratio.asp> Πρόσβαση στις 27 Οκτωβρίου 2018.

¹³⁹ Investopedia, "Total Debt to Total Assets", <https://www.investopedia.com/terms/t/totaldebttotalassets.asp> Πρόσβαση στις 27 Οκτωβρίου 2018.

εταιρεία με δείκτη D/A μεγαλύτερο από 1 σημαίνει ότι η εταιρεία έχει περισσότερες δανειακές υποχρεώσεις από την αξία των περιουσιακών στοιχείων της. Αυτή η εταιρεία είναι εξαιρετικά μοχλευμένη και εξαιρετικά επικίνδυνη για να επενδύσει ή να δανείσει κάποιος. Μια εταιρεία με δείκτη D/A κάτω του 1 δείχνει ότι διαθέτει περισσότερα περιουσιακά στοιχεία από τις δανειακές της υποχρεώσεις και θα μπορούσε να προβεί σε εξόφληση των υποχρεώσεών της με την πώληση των περιουσιακών της στοιχείων εάν χρειαζόταν. Επίσης μας δείχνει ότι ένα μεγαλύτερο μέρος των περιουσιακών στοιχείων μιας εταιρείας χρηματοδοτείται από τα ίδια κεφάλαια.

8. Operating Margin = Περιθώριο Λειτουργικού Εισοδήματος¹⁴⁰

Ο δείκτης λειτουργικού περιθωρίου, γνωστός και ως περιθώριο λειτουργικού κέρδους, είναι δείκτης κερδοφορίας που μετρά το ποσοστό των συνολικών καθαρών εσόδων από τα λειτουργικά έσοδα. Με άλλα λόγια ο δείκτης λειτουργικού περιθωρίου δείχνει πόσα έσοδα παραμένουν μετά την καταβολή όλων των μεταβλητών ή λειτουργικών εξόδων. Αντιστρόφως, ο λόγος αυτός δείχνει το ποσοστό των εσόδων που είναι διαθέσιμο για την κάλυψη των μη λειτουργικών εξόδων, όπως τα έξοδα τόκων. Ο λόγος αυτός είναι σημαντικός τόσο για τους πιστωτές όσο και για τους επενδυτές, διότι δείχνει πόσο ισχυρές και κερδοφόρες είναι οι δραστηριότητες της εταιρείας. Η εξέταση των περιθωρίων λειτουργικού κέρδους μιας επιχείρησης διαχρονικά είναι ένας καλός τρόπος για να μετρηθεί εάν μια σημαντική βελτίωση στα κέρδη είναι πιθανό να διαρκέσει. Ο υπολογισμός του περιθωρίου κέρδους υπολογίζεται διαιρώντας τα λειτουργικά έσοδα (EBIT) με τις καθарές πωλήσεις κατά τη διάρκεια μιας χρήσης. Ένα υψηλότερο λειτουργικό περιθώριο είναι πιο ευνοϊκό σε σύγκριση με έναν χαμηλότερο δείκτη διότι αυτό δείχνει ότι η εταιρεία κερδίζει αρκετά χρήματα από τις συνεχιζόμενες δραστηριότητές της για να πληρώσει το μεταβλητό και πάγιο κόστος της. Για παράδειγμα, μια εταιρεία με λειτουργικό περιθώριο κέρδους 20% σημαίνει ότι για κάθε ευρώ εισοδήματος, μόνο 20 λεπτά παραμένουν μετά την καταβολή των λειτουργικών εξόδων. Αυτό σημαίνει επίσης ότι μόνο 20 λεπτά παραμένουν για την κάλυψη των μη λειτουργικών εξόδων.

¹⁴⁰ Investopedia, "Operating Margin", <https://www.investopedia.com/terms/o/operatingmargin.asp> Πρόσβαση στις 27 Οκτωβρίου 2018.

5.5 Εταιρείες του δείγματος

5.5.1 Ο.Τ.Ε. Α.Ε.

Η διαδικασία ενσωμάτωσης των λειτουργικών μισθώσεων ξεκινά με την άντληση των απαραίτητων οικονομικών δεδομένων από τις οικονομικές εκθέσεις του 2017 των εξεταζόμενων εταιρειών του δείγματος. Στον παρακάτω Πίνακα παρουσιάζονται τα ενοποιημένα οικονομικά στοιχεία της εταιρείας Ο.Τ.Ε. Α.Ε. που απαιτούνται για τους αναγκαίους υπολογισμούς.

Πίνακας 5.3
Οικονομικά Στοιχεία χρήσης 2017 Ομίλου Ο.Τ.Ε. Α.Ε.

Λειτουργικές Μισθώσεις	650.500.000,00 €
Λειτουργικές Μισθώσεις 2016 ≤ 12 μηνών	109.400.000,00 €
Έντοκος Δανεισμός	2.040.700.000,00 €
Ίδια κεφάλαια	2.589.400.000,00 €
Χρεωστικοί Τόκοι	139.400.000,00 €
Χρηματοοικονομικά έξοδα	131.000.000,00 €
ΕΒΙΤ	305.500.000,00 €
Πωλήσεις	3.857.100.000,00 €
Σύνολο Ενεργητικού	7.102.200.000,00 €
Ταμειακά Διαθέσιμα και Ισοδύναμα	1.297.700.000,00 €
Βραχυπρόθεσμες Υποχρεώσεις	1.956.500.000,00 €
Μεσοσταθμικό Κόστος Δανεισμού	5,40%

Στην σελίδα 124 της οικονομικής έκθεσης του 2017 αναφέρεται ότι το μέσο σταθμικό κόστος δανεισμού των μακροπρόθεσμων δανείων του Ομίλου για τη χρήση που έληξε (31/12/2017) ήταν **5,4%**. Αυτό είναι το επιτόκιο το οποίο θα χρησιμοποιηθεί για την προεξόφληση των λειτουργικών μισθώσεων.

Στο παράρτημα II μέσω του αρχείου excel και της διαδικασίας που περιγράφεται στην ενότητα 5.3. υπολογίζεται η παρούσα αξία των λειτουργικών μισθώσεων της εταιρείας η οποία ανέρχεται σε **511.827.440,87€**. Η διάρκεια της μίσθωσης προκύπτει σε 9 έτη. Με βάση αυτά τα στοιχεία στον ακόλουθο Πίνακα γίνεται η αναπροσαρμογή των επηρεαζόμενων λογαριασμών στην κατάσταση οικονομικής θέσης και αποτελεσμάτων

χρήσης του ομίλου μετά την ενσωμάτωση της παρούσας αξίας των λειτουργικών μισθώσεων. Όπως παρατηρούμε το λειτουργικό εισόδημα (EBIT) μετά την αναπροσαρμογή αυξάνεται κατά **17,19%** όπως και τα χρηματοοικονομικά έξοδα και οι χρεωστικοί τόκοι κατά **21,10%** και **19,83%** αντίστοιχα. Το χρέος της εταιρείας αυξάνεται επίσης κατά **25,08%** όπως και η αξία του ενεργητικού κατά **7,21%**, Το επενδεδυμένο κεφάλαιο που συμμετέχει στον υπολογισμό του δείκτη ROIC αυξάνεται κατά **15,36%**.

Πίνακας 5.3.1

Προσαρμογή οικονομικών στοιχείων χρήσης 2017 μετά την κεφαλαιοποίηση των λειτουργικών μισθώσεων

Προσαρμογή Λειτουργικού Εισοδήματος	
Λειτουργικό Εισόδημα (EBIT)	305.500.000,00 €
Έξοδα Λειτουργικής Μίσθωσης τρέχουσας χρήσης (+)	109.400.000,00 €
Αποσβέσεις για μισθωμένα περιουσιακά στοιχεία (-)	56.869.715,65 €
Προσαρμοσμένο Λειτουργικό Εισόδημα (EBIT)	358.030.284,35 €
Μεταβολή (%)	17,19%
Απόσβεση Λειτουργικών Μισθώσεων	
Παρούσα Αξία Λειτουργικών Μισθώσεων	511.827.440,87 €
Διάρκεια Λειτουργικής Μίσθωσης (έτη)	9
Ετήσια Απόσβεση	56.869.715,65 €
Προσαρμογή Δανειακών Υποχρεώσεων	
Τωρινές Δανειακές Υποχρεώσεις	2.040.700.000,00 €
Παρούσα Αξία Λειτουργικών Μισθώσεων (+)	511.827.440,87 €
Προσαρμοσμένα Δανειακά Κεφάλαια	2.552.527.440,87 €
Μεταβολή (%)	25,08%
Προσαρμογή Επενδεδυμένου Κεφαλαίου	
Λογιστική Αξία Ιδίων Κεφαλαίων	2.589.400.000,00 €
Λογιστική Αξία Χρέους (+)	2.040.700.000,00 €
Ταμειακά Διαθέσιμα (-)	1.297.700.000,00 €
Λογιστική Αξία Επενδεδυμένου Κεφαλαίου	3.332.400.000,00 €
Παρούσα Αξία Λειτουργικών Μισθώσεων (+)	511.827.440,87 €
Προσαρμοσμένη Λογιστική Αξία Επενδεδυμένου Κεφαλαίου	3.844.227.440,87 €
Μεταβολή (%)	15,36%
Προσαρμογή Ενεργητικού	
Σύνολο Ενεργητικού	7.102.200.000,00 €
Παρούσα Αξία Λειτουργικών Μισθώσεων (+)	511.827.440,87 €
Προσαρμοσμένη Αξία Ενεργητικού	7.614.027.440,87 €
Μεταβολή (%)	7,21%
Προσαρμογή Τόκων	
Χρεωστικοί Τόκοι	139.400.000,00 €
Χρηματοοικονομικά Έξοδα	131.000.000,00 €
Παρούσα Αξία Λειτουργικών Μισθώσεων	511.827.440,87 €
Προ φόρων Κόστος Χρέους	5,40%
Καταλογισμένο έξοδο τόκου επί κεφαλαιοποιημένων μισθώσεων (PV Λειτουργικών Μισθώσεων*5,40%)	27.638.681,81 €
Προσαρμοσμένοι Χρεωστικοί Τόκοι	167.038.681,81 €
Προσαρμοσμένα Χρηματοοικονομικά Έξοδα	158.638.681,81 €
Μεταβολή Χρεωστικών Τόκων (%)	19,83%
Μεταβολή Χρηματοοικονομικών Έξοδων (%)	21,10%

Στον ακόλουθο Πίνακα 5.3.2 υπολογίζονται οι αριθμοδείκτες απόδοσης και χρέους του Ο.Τ.Ε. Α.Ε. πριν και μετά την κεφαλαιοποίηση των λειτουργικών μισθώσεων. Ο δείκτης ROIC του ομίλου πριν την κεφαλαιοποίηση υπολογίζεται σε **6,51%**. Συγκρινόμενος με το WACC (4,45%) του ομίλου πριν την κεφαλαιοποίηση (Πίνακας 5.3.4.) βλέπουμε ότι η εταιρεία επιτυγχάνει μια θετική απόδοση από την χρησιμοποίηση των ιδίων και ξένων κεφαλαίων της (ROIC>WACC). Μετά την ενσωμάτωση των λειτουργικών μισθώσεων τόσο το ROIC όσο και το WACC αυξάνονται κατά **1,59%** και **2,55%**. αντίστοιχα. Συγκρίνοντας τα δύο μαζί (**6,61%**>**4,56%**) βλέπουμε ότι ο όμιλος διατηρεί τα ίδια σχεδόν επίπεδα αποδοτικότητας του επενδεδυμένου της κεφαλαίου σε σχέση με την μέση ελάχιστη απαιτούμενη απόδοση των επενδυτών. Η θετική μεταβολή του ROIC με δεδομένο τον φορολογικό συντελεστή (29%) εξαρτάται από το έναν η μεταβολή των λειτουργικών κερδών προ φόρων και τόκων (EBIT) υπερβαίνει την μεταβολή του επενδεδυμένου κεφαλαίου.

Η απόδοση ιδίων κεφαλαίων (ROE) του ομίλου παρουσιάζει αύξηση της τάξεως του **14,26%** (6,74% → 7,70%) μετά την ενσωμάτωση των λειτουργικών μισθώσεων. Η αύξηση αυτή προέρχεται αποκλειστικά από την αναπροσαρμογή του λειτουργικού εισοδήματος προ φόρων (τόκοι, απόσβεση και τρέχων μίσθωμα), αφού τα ίδια κεφάλαια δεν επηρεάζονται από την εν λόγω προσαρμογή. Η θετική επίδραση του δείκτη ROE εξαρτάται από το εάν το ετήσιο τρέχων μίσθωμα είναι μεγαλύτερο από τα καταλογισθέντα έξοδα τόκων επί μισθωμάτων και την ετήσια απόσβεση.

Η απόδοση περιουσιακών στοιχείων (ROA) του ομίλου εμφανίζει βελτίωση μετά την αναπροσαρμογή του ενεργητικού της και του λειτουργικού εισοδήματος προ φόρων από την ενσωμάτωση των λειτουργικών μισθωμάτων, από 2,46% σε 2,62% (αύξηση **6,58%**). Η θετική μεταβολή του δείκτη ROA προήλθε από το γεγονός ότι η μεταβολή του λειτουργικού εισοδήματος προ φόρων υπερβαίνει την μεταβολή του ενεργητικού της.

Η απόδοση του απασχολούμενου κεφαλαίου (ROCE) επίσης εμφανίζει θετική μεταβολή της τάξεως του **6,59%** (5,94% → 6,33%). Η μέτρηση αυτή απόδοσης του απασχολούμενου κεφαλαίου αντιπροσωπεύει την μακροχρόνια χρηματοδότηση της εταιρείας κατά συνέπεια η θετική μεταβολή προέρχεται από την αναπροσαρμογή του λειτουργικού εισοδήματος προ φόρων και τόκων (EBIT) και της αξίας του ενεργητικού.

Ο δείκτης κάλυψης τόκων του ομίλου όπως είναι αναμενόμενο παρουσιάζει επιδείνωση της τάξεως του **-2,20%** (2,19 → 2,14), αφού τόσο το λειτουργικό εισόδημα όσο και οι χρεωστικοί τόκοι επηρεάζονται από την κεφαλαιοποίηση των λειτουργικών μισθώσεων. Η αρνητική μεταβολή του δείκτη οφείλεται στο ότι τα κέρδη προ φόρων και τόκων μεταβάλλονται λιγότερο από τα έξοδα χρεωστικών τόκων. Τα έξοδα τόκων όμως συνδέονται άμεσα με το εκτιμώμενο μακροπρόθεσμο επιτόκιο δανεισμού. Κατά συνέπεια όσο μεγαλύτερο/μικρότερο το εκτιμώμενο επιτόκιο δανεισμού της εταιρείας τόσο μικρότερη/μεγαλύτερη η παρούσα αξία των λειτουργικών μισθώσεων και τόσο υψηλότεροι/χαμηλότεροι οι χρεωστικοί τόκοι επί της μισθωτικής υποχρέωσης.

Ο δείκτης χρέους προς ίδια κεφάλαια (D/E) παρουσιάζει θετική μεταβολή της τάξεως του **25,08%**, (0,79 → 0,99), η οποία μεταφράζεται σε υψηλότερα επίπεδα κινδύνου για την εταιρεία αφού προσεγγίζει πλέον την μονάδα. Αυτό σημαίνει ότι ο όμιλος δυσχεραίνει την θέση του στην περαιτέρω χρηματοδότηση του με χαμηλά επιτόκια δανεισμού, γεγονός που μπορεί να επηρεάσει σημαντικά τα κέρδη προ φόρων ως αποτέλεσμα του πρόσθετου χρεωστικού τόκου που καλείται να καταβάλει. Ο δείκτης συνολικής δανειακής επιβάρυνσης (D/A) όπως είναι αναμενόμενο παρουσιάζει και αυτός επιδείνωση της τάξεως του **16,67%** (0,29 → 0,34).

Ο δείκτης λειτουργικού περιθωρίου κέρδους παρουσιάζει βελτίωση της τάξεως του **17,19%** (7,92% → 9,28%). Με δεδομένο το ύψος των πωλήσεων η θετική μεταβολή προήλθε από την αναπροσαρμογή του λειτουργικού εισοδήματος προ φόρων και τόκων μετά την κεφαλαιοποίηση των λειτουργικών μισθώσεων.

Πίνακας 5.3.2

Υπολογισμός αριθμοδεικτών πριν και μετά την κεφαλαιοποίηση των λειτουργικών μισθώσεων

ROIC		ROA	
Λογιστική Αξία Επενδεδυμένου Κεφαλαίου	3.332.400.000,00 €	Λειτουργικό Εισόδημα (ΕΒΠ)	305.500.000,00 €
Λειτουργικό Εισόδημα (ΕΒΠ)	305.500.000,00 €	Χρηματοοικονομικά έξοδα	131.000.000,00 €
Φορολογικός Συντελεστής	29%	Σύνολο Ενεργητικού	7.102.200.000,00 €
ROIC	6,51%	ROA	2,46%
Προσαρμοσμένη Λογιστική Αξία Επενδεδυμένου Κεφαλαίου	3.844.227.440,87 €	Προσαρμοσμένο Λειτουργικό Εισόδημα (ΕΒΠ)	358.030.284,35 €
Προσαρμοσμένο Λειτουργικό Εισόδημα (ΕΒΠ)	358.030.284,35 €	Προσαρμοσμένα Χρηματοοικονομικά Έξοδα	158.638.681,81 €
Φορολογικός Συντελεστής	29%	Προσαρμοσμένη Αξία Ενεργητικού	7.614.027.440,87 €
Προσαρμοσμένο ROIC	6,61%	Προσαρμοσμένο ROA	2,62%
Μεταβολή (%)	1,59%	Μεταβολή (%)	6,58%
ROE		ROCE	
Λειτουργικό Εισόδημα (ΕΒΠ)	305.500.000,00 €	Λειτουργικό Εισόδημα (ΕΒΠ)	305.500.000,00 €
Χρηματοοικονομικά έξοδα	131.000.000,00 €	Σύνολο Ενεργητικού	7.102.200.000,00 €
Ίδια κεφάλαια	2.589.400.000,00 €	Βραχυπρόθεσμες Υποχρεώσεις	1.956.500.000,00 €
ROE	6,74%	ROCE	5,94%
Προσαρμοσμένο Λειτουργικό Εισόδημα (ΕΒΠ)	358.030.284,35 €	Προσαρμοσμένο Λειτουργικό Εισόδημα (ΕΒΠ)	358.030.284,35 €
Προσαρμοσμένα Χρηματοοικονομικά Έξοδα	158.638.681,81 €	Προσαρμοσμένη Αξία Ενεργητικού	7.614.027.440,87 €
Ίδια Κεφάλαια	2.589.400.000,00 €	Βραχυπρόθεσμες Υποχρεώσεις	1.956.500.000,00 €
Προσαρμοσμένο ROE*	7,70%	Προσαρμοσμένο ROCE	6,33%
Μεταβολή (%)	14,26%	Μεταβολή (%)	6,59%
Interest Coverage Ratio		D/E	
Λειτουργικό Εισόδημα (ΕΒΠ)	305.500.000,00 €	Δανειακές Υποχρεώσεις	2.040.700.000,00 €
Χρεωστικοί Τόκοι	139.400.000,00 €	Ίδια κεφάλαια	2.589.400.000,00 €
ICR	2,19	D/E	0,79
Προσαρμοσμένο Λειτουργικό Εισόδημα (ΕΒΠ)	358.030.284,35 €	Προσαρμοσμένα Δανειακά Κεφάλαια	2.552.527.440,87 €
Προσαρμοσμένοι Χρεωστικοί Τόκοι	167.038.681,81 €	Ίδια κεφάλαια	2.589.400.000,00 €
Προσαρμοσμένο ICR	2,14	Προσαρμοσμένο D/E	0,99
Μεταβολή (%)	-2,20%	Μεταβολή (%)	25,08%
Δείκτης Συνολικής Δανειακής Επιβάρυνσης		Operating Profit Margin	
Δανειακές Υποχρεώσεις	2.040.700.000,00 €	Λειτουργικό Εισόδημα (ΕΒΠ)	305.500.000,00 €
Σύνολο Ενεργητικού	7.102.200.000,00 €	Πωλήσεις	3.857.100.000,00 €
D/A	0,29	Operating Profit Margin	7,92%
Προσαρμοσμένα Δανειακά Κεφάλαια	2.552.527.440,87 €	Προσαρμοσμένο Λειτουργικό Εισόδημα (ΕΒΠ)	358.030.284,35 €
Προσαρμοσμένη Αξία Ενεργητικού	7.614.027.440,87 €	Πωλήσεις	3.857.100.000,00 €
D/A	0,34	Προσαρμοσμένο Operating Profit Margin	9,28%
Μεταβολή (%)	16,67%	Μεταβολή (%)	17,19%

Για τον υπολογισμό του μέσου σταθμικού κόστους κεφαλαίου (WACC) του ομίλου Ο.Τ.Ε. Α.Ε. υπολογίζουμε αρχικά το συντελεστή β της μετοχής ακολουθώντας την διαδικασία που περιγράφεται στην ενότητα 5.3. και εν συνεχεία υπολογίζουμε το σταθμισμένο market premium risk του ομίλου με βάση τις πωλήσεις που πραγματοποιεί ο όμιλος στις χώρες που δραστηριοποιείται. Όπως απεικονίζεται στον παρακάτω Πίνακα το σταθμισμένο M.P.R. του ομίλου υπολογίζεται σε 8,33%. Με βάση αυτό υπολογίζεται το κόστος ιδίων κεφαλαίων πριν και μετά την κεφαλαιοποίηση των λειτουργικών μισθώσεων, όπως περιγράφεται στην ενότητα 5.3.

Πίνακας 5.3.3

Υπολογισμός σταθμισμένου Market Premium Risk με βάση τις πωλήσεις ανά χώρα

	Ελλάδα	Αλβανία	Ρουμανία	Σύνολο
Πωλήσεις	2.826.200.000,00 €	60.200.000,00 €	970.700.000,00 €	3.857.100.000,00 €
Συμμετοχή (%)	73,27%	1,56%	25,17%	100%
Market Premium Risk	10,38%	5,19%	2,54%	
Σταθμισμένο Market Premium Risk	7,61%	0,08%	0,64%	8,325%

Τα επιμέρους στοιχεία που συμμετέχουν στον υπολογισμό του WACC παρουσιάζονται στον ακόλουθο Πίνακα. Όπως παρατηρούμε ο συντελεστής β για τον Ο.Τ.Ε. Α.Ε. υπολογίζεται σε 0,52 που δηλώνει ότι ακολουθεί την τάση του γενικού δείκτη ποιο συντηρητικά στις μεταβολές του. Με την ενσωμάτωση των λειτουργικών μισθώσεων ο συντελεστής β του ομίλου αυξάνεται σε 0,54 γεγονός που οφείλεται στην αύξηση του δείκτη χρέους προς αγοραία αξία μετοχικού κεφαλαίου του ομίλου D/E, αφού οι δανειακές υποχρεώσεις προσαυξάνονται με την παρούσα αξία των λειτουργικών μισθώσεων. Με την σειρά του ο προσαρμοσμένος συντελεστής β επηρεάζει το κόστος ιδίων κεφαλαίων γεγονός που συμβάλει στην αύξηση του μέσου σταθμικού κόστους κεφαλαίου από 4,45% σε 4,56% (αύξηση **2,55%**).

Πίνακας 5.3.4

Υπολογισμός Μέσου Σταθμικού Κόστους Κεφαλαίου πριν και μετά την κεφαλαιοποίηση των λειτουργικών μισθώσεων

Estimate Weighted Average Cost of Capital (WACC)		
	Before Capitalization of OL	After Capitalization of OL
Beta	0,52	0,54
Unleverate Beta	0,41	
Τρέχουσα Αξία Ιδίων Κεφαλαίων	5.636.729.473,50 €	5.636.729.473,50 €
Δανειακά Κεφάλαια	2.040.700.000,00 €	2.552.527.440,87 €
D/E	36,20%	45,28%
Φορολογικός Συντελεστής	29%	29%
Re (Κόστος Ιδίων Κεφαλαίων)	4,67%	4,89%
Rd (Κόστος Δανειακών Κεφαλαίων)	5,40%	5,40%
We	73,42%	68,83%
Wd	26,58%	31,17%
WACC	4,45%	4,56%

5.5.2 INTPAKOM ΣΥΜΜΕΤΟΧΩΝ Α.Ε.

Στον Πίνακα 5.4 παρουσιάζονται τα ενοποιημένα οικονομικά δεδομένα του ομίλου INTPAKOM Α.Ε. που απαιτούνται για τους αναγκαίους υπολογισμούς της κεφαλαιοποίησης των λειτουργικών μισθώσεων.

Πίνακας 5.4
Οικονομικά Στοιχεία χρήσης 2017 Ομίλου INTPAKOM Α.Ε.

Λειτουργικές Μισθώσεις	29.825.000,00 €
Λειτουργικές Μισθώσεις 2016 ≤ 12 μηνών	3.319.000,00 €
Έντοκος Δανεισμός	243.488.000,00 €
Ίδια κεφάλαια	270.295.000,00 €
Χρεωστικοί Τόκοι	21.003.000,00 €
Χρηματοοικονομικά έξοδα	17.051.000,00 €
EBIT	21.217.000,00 €
Πωλήσεις	397.129.000,00 €
Σύνολο Ενεργητικού	789.552.000,00 €
Ταμειακά Διαθέσιμα και Ισοδύναμα	148.226.000,00 €
Βραχυπρόθεσμες Υποχρεώσεις	373.056.000,00 €
Μεσοσταθμικό Κόστος Δανεισμού	5,17%

Στην σελίδα 108 της οικονομικής έκθεσης του 2017 αναφέρεται ότι το σταθμισμένο επιτόκιο των μακροπρόθεσμων δανείων για τον όμιλο διαμορφώθηκε σε **5,17%**. Το επιτόκιο αυτό θα χρησιμοποιηθεί για την προεξόφληση των λειτουργικών μισθώσεων.

Στο παράρτημα II μέσω του αρχείου excel παρουσιάζονται οι υπολογισμοί της προεξόφλησης των λειτουργικών μισθώσεων με το επιτόκιο μακροπρόθεσμου δανεισμού της επιχείρησης για το 2017 που είναι **5,17%**. Η παρούσα αξία των λειτουργικών μισθώσεων του ομίλου διαμορφώνεται σε **22.934.340,37€** και η διάρκεια της μίσθωσης εκτείνεται σε 10 έτη. Χρησιμοποιώντας αυτά τα δεδομένα προβαίνουμε στην αναπροσαρμογή του λειτουργικού εισοδήματος, των δανειακών υποχρεώσεων, των χρηματοοικονομικών εξόδων και τόκων και του ενεργητικού της εταιρείας. Όπως παρουσιάζεται στον παρακάτω Πίνακα το λειτουργικό εισόδημα προ φόρων και τόκων (EBIT) μετά την αναπροσαρμογή παρουσιάζει μικρή αύξηση **4,83%**. Τα χρηματοοικονομικά έξοδα και οι χρεωστικοί τόκοι αυξάνονται κατά **6,95%** και **5,65%** αντίστοιχα. Το χρέος της εταιρείας αυξάνεται κατά **9,42%** όπως και η αξία του

ενεργητικού κατά **2,90%**, Το επενδεδυμένο κεφάλαιο που χρησιμοποιείται στον υπολογισμό του δείκτη ROIC αυξάνεται κατά **6,27%**.

Πίνακας 5.4.1

Προσαρμογή οικονομικών στοιχείων χρήσης 2017 μετά την κεφαλαιοποίηση των λειτουργικών μισθώσεων

Προσαρμογή Λειτουργικού Εισοδήματος	
Λειτουργικό Εισόδημα (EBIT)	21.217.000,00 €
Έξοδα Λειτουργικής Μίσθωσης τρέχουσας χρήσης (+)	3.319.000,00 €
Αποσβέσεις για μισθωμένα περιουσιακά στοιχεία (-)	2.293.434,05 €
Προσαρμοσμένο Λειτουργικό Εισόδημα (EBIT)	22.242.565,95 €
Μεταβολή (%)	4,83%
Απόσβεση Λειτουργικών Μισθώσεων	
Παρούσα Αξία Λειτουργικών Μισθώσεων	22.934.340,47 €
Διάρκεια Λειτουργικής Μίσθωσης (έτη)	10
Ετήσια Απόσβεση	2.293.434,05 €
Προσαρμογή Δανειακών Υποχρεώσεων	
Τωρινές Δανειακές Υποχρεώσεις	243.488.000,00 €
Παρούσα Αξία Λειτουργικών Μισθώσεων (+)	22.934.340,47 €
Προσαρμοσμένα Δανειακά Κεφάλαια	266.422.340,47 €
Μεταβολή (%)	9,42%
Προσαρμογή Επενδεδυμένου Κεφαλαίου	
Λογιστική Αξία Ιδίων Κεφαλαίων	270.295.000,00 €
Λογιστική Αξία Χρέους (+)	243.488.000,00 €
Ταμειακά Διαθέσιμα (-)	148.226.000,00 €
Λογιστική Αξία Επενδεδυμένου Κεφαλαίου	365.557.000,00 €
Παρούσα Αξία Λειτουργικών Μισθώσεων (+)	22.934.340,47 €
Προσαρμοσμένη Λογιστική Αξία Επενδεδυμένου Κεφαλαίου	388.491.340,47 €
Μεταβολή (%)	6,27%
Προσαρμογή Ενεργητικού	
Σύνολο Ενεργητικού	789.552.000,00 €
Παρούσα Αξία Λειτουργικών Μισθώσεων (+)	22.934.340,47 €
Προσαρμοσμένη Αξία Ενεργητικού	812.486.340,47 €
Μεταβολή (%)	2,90%
Προσαρμογή Τόκων	
Χρεωστικοί Τόκοι	21.003.000,00 €
Χρηματοοικονομικά Έξοδα	17.051.000,00 €
Παρούσα Αξία Λειτουργικών Μισθώσεων	22.934.340,47 €
Προ φόρων Κόστος Χρέους	5,17%
Καταλογισμένο έξοδο τόκου επί κεφαλαιοποιημένων μισθώσεων (PV Λειτουργικών Μισθώσεων*5,17%)	1.185.705,40 €
Προσαρμοσμένοι Χρεωστικοί Τόκοι	22.188.705,40 €
Προσαρμοσμένα Χρηματοοικονομικά Έξοδα	18.236.705,40 €
Μεταβολή Χρεωστικών Τόκων (%)	5,65%
Μεταβολή Χρηματοοικονομικών Έξοδων (%)	6,95%

Στον Πίνακα 5.4.2 υπολογίζονται οι αριθμοδείκτες απόδοσης και χρέους του ομίλου INTPAKOM πριν και μετά την κεφαλαιοποίηση των λειτουργικών μισθώσεων. Ο δείκτης ROIC του ομίλου πριν την κεφαλαιοποίηση υπολογίζεται σε **4,12%**. Συγκρίνοντας τον δείκτη ROIC με το WACC (4,32%) του ομίλου πριν την κεφαλαιοποίηση (Πίνακας 5.4.4.) βλέπουμε ότι η εταιρεία δεν δημιουργεί πρόσθετη αξία για τους δανειστές και τους μετόχους της αφού από την χρησιμοποίηση των ιδίων και ξένων κεφαλαίων της δημιουργεί απόδοση που υπολείπεται του μέσου σταθμικού κόστους κεφαλαίου της (WACC>ROIC). Μετά την ενσωμάτωση των λειτουργικών μισθώσεων το ROIC παρουσιάζει μείωση κατά **1,36%** ενώ το WACC αυξάνεται κατά **1,29%**, διευρύνοντας ακόμα περισσότερο την διαφορά μεταξύ τους. Συγκρίνοντας τα δύο μαζί (**4,38%>4,07%**) βλέπουμε ότι ο όμιλος παρουσιάζει κακή εικόνα σχετικά με την ικανότητα του να παράγει κέρδη από την χρήση των κεφαλαίων του που να ικανοποιεί την μέση ελάχιστη απαιτούμενη απόδοση των επενδυτών. Η αρνητική μεταβολή του ROIC με δεδομένο τον φορολογικό συντελεστή (29%) οφείλεται στο γεγονός ότι η μεταβολή του επενδεδυμένου κεφαλαίου υπερβαίνει την μεταβολή των λειτουργικών κερδών προ φόρων και τόκων (EBIT).

Η απόδοση ιδίων κεφαλαίων (ROE) του ομίλου παρουσιάζει μείωση της τάξεως του **-3,84%** (1,54% → 1,48%) μετά την ενσωμάτωση των λειτουργικών μισθώσεων. Η μείωση αυτή οφείλεται από την αναπροσαρμογή του λειτουργικού εισοδήματος αφού τα ίδια κεφάλαια παραμένουν αμετάβλητα. Η αρνητική επίδραση στον δείκτη ROE οφείλεται στο γεγονός ότι το τρέχων μίσθωμα που προστίθεται στο λειτουργικό εισόδημα προ φόρων και τόκων υπολείπεται του συνόλου των εξόδων τόκων επί μισθωμάτων και της ετήσια απόσβεσης.

Η απόδοση περιουσιακών στοιχείων (ROA) του ομίλου εμφανίζει επιδείνωση μετά την αναπροσαρμογή του ενεργητικού της και του λειτουργικού εισοδήματος προ φόρων από την ενσωμάτωση των λειτουργικών μισθωμάτων, από 0,53% σε 0,49% (μείωση **-6,56%**). Η αρνητική μεταβολή του δείκτη ROA προήλθε από την αρνητική μεταβολή του λειτουργικού εισοδήματος προ φόρων.

Η απόδοση του απασχολούμενου κεφαλαίου (ROCE) επίσης εμφανίζει μικρή αρνητική μεταβολή της τάξεως του **-0,59%** (5,09% → 5,06%). Η αρνητική μεταβολή προέρχεται από την αναπροσαρμογή της αξίας του απασχολούμενου κεφαλαίου, η οποία υπερβαίνει την μεταβολή του λειτουργικού εισοδήματος προ φόρων και τόκων (EBIT).

Ο δείκτης κάλυψης τόκων του ομίλου παρουσιάζει πολύ μικρή επιδείνωση της τάξεως του **-0,77%** ($1,01 \rightarrow 1,00$). Η τιμή του δείκτη του ομίλου τόσο πριν όσο και μετά την αναπροσαρμογή των ποσών λειτουργικού εισοδήματος και χρεωστικών τόκων φανερώνει μια όχι και τόσο ικανοποιητική εικόνα. Αν και η επιβάρυνση είναι μικρή αφού τόσο το λειτουργικό εισόδημα όσο και οι χρεωστικοί τόκοι αυξάνονται από την κεφαλαιοποίηση των λειτουργικών μισθώσεων, η αρνητική μεταβολή του δείκτη οφείλεται στο ότι τα έξοδα τόκων μεταβάλλονται περισσότερο από τα κέρδη προ φόρων και τόκων με δυσμενή επίδραση πάνω στον δείκτη.

Ο δείκτης χρέους προς ίδια κεφάλαια (D/E) παρουσιάζει επιδείνωση της τάξεως του **9,42%**, ($0,90 \rightarrow 0,99$), η οποία οδηγεί σε υψηλότερα επίπεδα κινδύνου για την εταιρεία αφού και σε αυτή την περίπτωση ο δείκτης προσεγγίζει την μονάδα. Αυτό σημαίνει ότι ο όμιλος αξιολογείται πλέον από τους δανειστές με αυστηρότερα κριτήρια και δανείζεται με υψηλότερα επιτόκια δανεισμού, γεγονός που επιβαρύνει τα μεταβλητά κέρδη προ φόρων. Ο δείκτης συνολικής δανειακής επιβάρυνσης (D/A) παρουσιάζει και αυτός επιβάρυνση μικρότερης έκτασης της τάξεως του **6,33%** ($0,31$ σε $0,33$).

Ο δείκτης λειτουργικού περιθωρίου κέρδους παρουσιάζει όπως είναι αναμενόμενο βελτίωση της τάξεως του **4,83%** ($5,34\% \rightarrow 5,60\%$). Μεταβολή που οφείλεται στην θετική μεταβολή του λειτουργικού εισοδήματος προ φόρων και τόκων μετά την κεφαλαιοποίηση των λειτουργικών μισθώσεων.

Πίνακας 5.4.2

Υπολογισμός αριθμοδεικτών πριν και μετά την κεφαλαιοποίηση των λειτουργικών μισθώσεων

ROIC		ROA	
Λογιστική Αξία Επενδεδυμένου Κεφαλαίου	365.557.000,00 €	Λειτουργικό Εισόδημα (ΕΒΠ)	21.217.000,00 €
Λειτουργικό Εισόδημα (ΕΒΠ)	21.217.000,00 €	Χρηματοοικονομικά έξοδα	17.051.000,00 €
Φορολογικός Συντελεστής	29%	Σύνολο Ενεργητικού	789.552.000,00 €
ROIC	4,12%	ROA	0,53%
Προσαρμοσμένη Λογιστική Αξία Επενδεδυμένου Κεφαλαίου	388.491.340,47 €	Προσαρμοσμένο Λειτουργικό Εισόδημα (ΕΒΠ)	22.242.565,95 €
Προσαρμοσμένο Λειτουργικό Εισόδημα (ΕΒΠ)	22.242.565,95 €	Προσαρμοσμένα Χρηματοοικονομικά Έξοδα	18.236.705,40 €
Φορολογικός Συντελεστής	29%	Προσαρμοσμένη Αξία Ενεργητικού	812.486.340,47 €
Προσαρμοσμένο ROIC	4,07%	Προσαρμοσμένο ROA	0,49%
Μεταβολή (%)	-1,36%	Μεταβολή (%)	-6,56%
ROE		ROCE	
Λειτουργικό Εισόδημα (ΕΒΠ)	21.217.000,00 €	Λειτουργικό Εισόδημα (ΕΒΠ)	21.217.000,00 €
Χρηματοοικονομικά έξοδα	17.051.000,00 €	Σύνολο Ενεργητικού	789.552.000,00 €
Ίδια κεφάλαια	270.295.000,00 €	Βραχυπρόθεσμες Υποχρεώσεις	373.056.000,00 €
ROE	1,54%	ROCE	5,09%
Προσαρμοσμένο Λειτουργικό Εισόδημα (ΕΒΠ)	22.242.565,95 €	Προσαρμοσμένο Λειτουργικό Εισόδημα (ΕΒΠ)	22.242.565,95 €
Προσαρμοσμένα Χρηματοοικονομικά Έξοδα	18.236.705,40 €	Προσαρμοσμένη Αξία Ενεργητικού	812.486.340,47 €
Ίδια Κεφάλαια	270.295.000,00 €	Βραχυπρόθεσμες Υποχρεώσεις	373.056.000,00 €
Προσαρμοσμένο ROE*	1,48%	Προσαρμοσμένο ROCE	5,06%
Μεταβολή (%)	-3,84%	Μεταβολή (%)	-0,64%
Interest Coverage Ratio		D/E	
Λειτουργικό Εισόδημα (ΕΒΠ)	21.217.000,00 €	Δανειακές Υποχρεώσεις	243.488.000,00 €
Χρεωστικοί Τόκοι	21.003.000,00 €	Ίδια κεφάλαια	270.295.000,00 €
ICR	1,01	D/E	0,90
Προσαρμοσμένο Λειτουργικό Εισόδημα (ΕΒΠ)	22.242.565,95 €	Προσαρμοσμένα Δανειακά Κεφάλαια	266.422.340,47 €
Προσαρμοσμένοι Χρεωστικοί Τόκοι	22.188.705,40 €	Ίδια κεφάλαια	270.295.000,00 €
Προσαρμοσμένο ICR	1,00	Προσαρμοσμένο D/E	0,99
Μεταβολή (%)	-0,77%	Μεταβολή (%)	9,42%
Δείκτης Συνολικής Δανειακής Επιβάρυνσης		Operating Profit Margin	
Δανειακές Υποχρεώσεις	243.488.000,00 €	Λειτουργικό Εισόδημα (ΕΒΠ)	21.217.000,00 €
Σύνολο Ενεργητικού	789.552.000,00 €	Πωλήσεις	397.129.000,00 €
D/A	0,31	Operating Profit Margin	5,34%
Προσαρμοσμένα Δανειακά Κεφάλαια	266.422.340,47 €	Προσαρμοσμένο Λειτουργικό Εισόδημα (ΕΒΠ)	22.242.565,95 €
Προσαρμοσμένη Αξία Ενεργητικού	812.486.340,47 €	Πωλήσεις	397.129.000,00 €
D/A	0,33	Προσαρμοσμένο Operating Profit Margin	5,60%
Μεταβολή (%)	6,33%	Μεταβολή (%)	4,83%

Στον ακόλουθο Πίνακα 5.4.3 υπολογίζεται το σταθμισμένο market premium risk του ομίλου με βάση τις πωλήσεις που πραγματοποιεί ο όμιλος στους γεωγραφικούς τομείς που δραστηριοποιείται. Επειδή στην ετήσια οικονομική έκθεση του 2017 του ομίλου δεν αναφέρονται οι πωλήσεις ανά χώρα αλλά ανά γεωγραφικό τομέα, η εκτίμηση του market premium risk του ομίλου υπολογίζεται με βάση το ποσοστό των πωλήσεων σε γεωγραφικούς τομείς και τα επιμέρους market premium risk των χωρών στις οποίες δραστηριοποιείται ο όμιλος σταθμίζονται με βάση το ακαθάριστο εγχώριο προϊόν της κάθε χώρας όπως δημοσιεύονται στην ιστοσελίδα του καθηγητή Aswath Damodaran του πανεπιστημίου N.Y.U. Stern ¹⁴¹. Όπως απεικονίζεται στον παρακάτω Πίνακα το σταθμισμένο MPR του ομίλου εκτιμάται σε **5,10%**.

Πίνακας 5.4.3

Υπολογισμός σταθμισμένου Market Premium Risk με βάση τις πωλήσεις ανά γεωγραφικό τομέα

	Ελλάδα	Ευρωπαϊκή κοινότητα	Τρίτες Χώρες	Σύνολα	
Πωλήσεις	183.025.000,00 €	120.998.000,00 €	93.106.000,00 €	397.129.000,00 €	
Συμμετοχή (%)	46,09%	30,47%	23,44%	100,00%	
Market Premium Risk	10,38%	1,01%	0,04%		
Σταθμισμένο Market Premium Risk	4,78%	0,309%	0,009%	5,102%	
Ευρωπαϊκή Κοινότητα	GDP (in billions)	Moody's rating	Adj. Default Spread	Total Risk Premium	Country Risk Premium
Belgium	467,96	Aa3	0,62%	5,78%	0,70%
Luxembourg	58,63	Aaa	0,00	0,05	0,00
Cyprus	20,05	Ba3	3,69%	9,23%	4,15%
Bulgaria	53,24	Baa2	1,95%	7,27%	2,19%
Denmark	306,90	Aaa	0,00%	5,08%	0,00%
Croatia	50,71	Ba2	3,08%	8,54%	3,46%
Poland	471,36	A2	0,87%	6,06%	0,98%
Romania	187,59	Baa3	2,26%	7,62%	2,54%
TOTAL	1616,44	Weight	Adj. Default Spread	Total Risk Premium	Country Risk Premium
Belgium		28,95%	0,18%	1,67%	0,20%
Luxembourg		3,63%	0,00%	0,18%	0,00%
Cyprus		1,24%	0,05%	0,11%	0,05%
Bulgaria		0,03	0,06%	0,24%	0,07%
Denmark		18,99%	0,00%	0,96%	0,00%
Croatia		3,14%	0,10%	0,27%	0,11%
Poland		29,16%	0,25%	1,77%	0,29%
Romania		11,61%	0,26%	0,88%	0,29%
TOTAL		100,00%	0,90%	6,09%	1,01%
Τρίτες Χώρες	GDP (in billions)	Moody's rating	Adj. Default Spread	Total Risk Premium	Country Risk Premium
United Arab Emirates	348,74	Aa2	0,51%	5,65%	0,57%
Kenya	70,53	B1	4,62%	10,27%	5,19%
United States	18624,48	Aaa	0,00%	5,08%	0,00%
Jordan	38,65	B1	4,62%	10,27%	5,19%
TOTAL	19082,40	Weight	Adj. Default Spread	Total Risk Premium	Country Risk Premium
United Arab Emirates		1,83%	0,01%	0,10%	0,01%
Kenya		0,37%	0,02%	0,04%	0,02%
United States		97,60%	0,00%	4,96%	0,00%
Jordan		0,20%	0,01%	0,02%	0,01%
Total		100,00%	0,04%	5,12%	0,04%

¹⁴¹ Damodaran, Aswath. "Country Default Spreads and Risk Premiums, last updated: January 2018", The University of New York: Stern School of Business, http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datafile/ctryprem.html

Για τον υπολογισμό του μέσου σταθμικού κόστους κεφαλαίου (WACC) του ομίλου INTRAKOM A.E. υπολογίζουμε αρχικά το συντελεστή β της μετοχής και εν συνεχεία το κόστος ιδίων κεφαλαίων πριν και μετά την κεφαλαιοποίηση των λειτουργικών μισθώσεων, όπως περιγράφεται στην ενότητα 5.3. Συγκεντρωτικά τα επιμέρους στοιχεία που συμμετέχουν στον υπολογισμό του WACC παρουσιάζονται στον ακόλουθο Πίνακα. Ο συντελεστής β για τον όμιλο INTRAKOM εκτιμάται σε 0,96 που σημαίνει ότι ακολουθεί σχεδόν ταυτόσημα τις μεταβολές του γενικού δείκτη της αγοράς. Με την ενσωμάτωση των λειτουργικών μισθώσεων ο συντελεστής β του ομίλου αυξάνεται σε 1,00 γεγονός που οφείλεται στην αύξηση του δείκτη χρέους προς αγοραία αξία μετοχικού κεφαλαίου του ομίλου D/E, αφού οι δανειακές υποχρεώσεις προσαυξάνονται με την παρούσα αξία των λειτουργικών μισθώσεων. Με την σειρά του ο προσαρμοσμένος συντελεστής β επηρεάζει αυξητικά το κόστος ιδίων κεφαλαίων (5,26% → 5,49%) γεγονός που οδηγεί στην αύξηση του μέσου σταθμικού κόστους κεφαλαίου από 4,32% σε 4,38% (αύξηση κατά **1,29%**).

Πίνακας 5.4.4

Υπολογισμός Μέσου Σταθμικού Κόστους Κεφαλαίου πριν και μετά την κεφαλαιοποίηση των λειτουργικών μισθώσεων

Estimate Weighted Average Cost of Capital (WACC)		
	Before Capitalization of OL	After Capitalization of OL
Beta	0,96	1,00
Unlevered Beta	0,47	
Τρέχουσα Αξία Ιδίων Κεφαλαίων	170.140.248,88 €	170.140.248,88 €
Δανειακά Κεφάλαια	243.488.000,00 €	266.422.340,47 €
D/E	143,11%	156,59%
Φορολογικός Συντελεστής	29%	29%
Re (Κόστος Ιδίων Κεφαλαίων)	5,26%	5,49%
Rd (Κόστος Δανειακών Κεφαλαίων)	5,17%	5,17%
We	41,13%	38,97%
Wd	58,87%	61,03%
WACC	4,32%	4,38%

5.5.3 ΠΛΑΙΣΙΟ COMPUTERS A.E.B.E.

Στον Πίνακα 5.5 εμφανίζονται τα οικονομικά στοιχεία των ενοποιημένων καταστάσεων της ΠΛΑΙΣΙΟ A.E.B.E για το 2017 που απαιτούνται για τους υπολογισμούς της κεφαλαιοποίησης των λειτουργικών μισθώσεων.

Πίνακας 5.5
Οικονομικά Στοιχεία χρήσης 2017 Ομίλου ΠΛΑΙΣΙΟ A.E.B.E.

Λειτουργικές Μισθώσεις	43.093.000,00 €
Λειτουργικές Μισθώσεις 2016 ≤ 12 μηνών	5.260.000,00 €
Έντοκος Δανεισμός	12.877.000,00 €
Ίδια κεφάλαια	90.301.000,00 €
Χρεωστικοί Τόκοι	1.672.000,00 €
Χρηματοοικονομικά έξοδα	1.404.000,00 €
EBIT	8.693.000,00 €
Πωλήσεις	286.098.000,00 €
Σύνολο Ενεργητικού	154.999.000,00 €
Ταμειακά Διαθέσιμα και Ισοδύναμα	49.862.000,00 €
Βραχυπρόθεσμες Υποχρεώσεις	49.072.000,00 €

Στην οικονομική έκθεση του 2017 της εταιρείας ΠΛΑΙΣΙΟ A.E.B.E. δεν γίνεται καμία αναφορά στο επιτόκιο μακροπρόθεσμου δανεισμού του ομίλου. Ως εκ τούτου το επιτόκιο που θα χρησιμοποιηθεί για την προεξόφληση των λειτουργικών μισθώσεων θα υπολογιστεί μέσω της συνθετικής μεθόδου με την βοήθεια του αρχείου excel, όπως παρουσιάζεται στο παράρτημα I. Για τον προσδιορισμό του επιτοκίου δανεισμού ακολουθείται η διαδικασία που περιγράφεται στην ενότητα 5.3. Στο τελικό επιτόκιο δανεισμού του ομίλου συνυπολογίζεται το επιτόκιο μηδενικού κινδύνου που είναι η απόδοση του 10ετούς γερμανικού ομολόγου στις 29/12/2017 (**0,427%**) και το σταθμισμένο default spread βάσει των πωλήσεων σε κάθε χώρα που έχει παρουσία ο όμιλος. Όπως φαίνεται στον Πίνακα 5.5.1 το σταθμισμένο default spread του ομίλου υπολογίζεται σε **8,85%** και το default spread βασισμένο στο credit rating (B2/B) του ομίλου σε **3,57%** (Παράρτημα I). Συνολικά το επιτόκιο δανεισμού του ομίλου εκτιμάται σε **12,84%** (0,427% + 8,85% + 3,57%). Κάνοντας χρήση αυτού του επιτοκίου μέσω του αρχείου excel (Παράρτημα II) υπολογίζεται η παρούσα αξία των λειτουργικών μισθώσεων

η οποία ανέρχεται σε **24.450.473,54€** και η διάρκεια της μίσθωσης η οποία εκτιμάται σε 10 έτη. Με βάση αυτά τα δεδομένα γίνεται η αναπροσαρμογή του λειτουργικού εισοδήματος, των δανειακών υποχρεώσεων, του ενεργητικού και των χρηματοοικονομικών εξόδων και τόκων του ομίλου. Όπως εμφανίζονται στον παρακάτω Πίνακα το λειτουργικό εισόδημα προ φόρων και τόκων (EBIT) μετά την αναπροσαρμογή παρουσιάζει αύξηση **29,26%**. Τα χρηματοοικονομικά έξοδα και οι χρεωστικοί τόκοι παρουσιάζουν πολύ μεγάλη αύξηση της τάξεως των **223,65%** και **187,81%** αντίστοιχα. Το χρέος της εταιρείας επίσης παρουσιάζει τεράστια αύξηση **189,88%** και η αξία του ενεργητικού αυξάνεται κατά **15,77%**, Το επενδεδυμένο κεφάλαιο που συμμετέχει στον υπολογισμό του δείκτη ROIC αυξάνεται κατά **45,86%**.

Πίνακας 5.5.1

Υπολογισμός σταθμισμένων Default Spread και Market Premium Risk με βάση τις πωλήσεις ανά χώρα

	Ελλάδα	Βουλγαρία	Σύνολο
Πωλήσεις	270.997.056,36 €	15.100.943,64 €	286.098.000,00 €
Συμμετοχή (%)	94,72%	5,28%	
Default Spread	9,23%	1,95%	
Σταθμισμένο Default Spread	8,74%	0,10%	8,846%
Market Premium Risk	10,38%	2,19%	
Σταθμισμένο Market Premium Risk	9,83%	0,12%	9,948%

Πίνακας 5.5.2

Προσαρμογή οικονομικών στοιχείων χρήσης 2017 μετά την κεφαλαιοποίηση των λειτουργικών μισθώσεων

Προσαρμογή Λειτουργικού Εισοδήματος	
Λειτουργικό Εισόδημα (EBIT)	8.693.000,00 €
Έξοδα Λειτουργικής Μίσθωσης τρέχουσας χρήσης (+)	5.260.000,00 €
Αποσβέσεις για μισθωμένα περιουσιακά στοιχεία (-)	2.716.719,28 €
Προσαρμοσμένο Λειτουργικό Εισόδημα (EBIT)	11.236.280,72 €
Μεταβολή (%)	29,26%
Απόσβεση Λειτουργικών Μισθώσεων	
Παρούσα Αξία Λειτουργικών Μισθώσεων	24.450.473,54 €
Διάρκεια Λειτουργικής Μίσθωσης (έτη)	9
Ετήσια Απόσβεση	2.716.719,28 €
Προσαρμογή Δανειακών Υποχρεώσεων	
Τωρινές Δανειακές Υποχρεώσεις	12.877.000,00 €
Παρούσα Αξία Λειτουργικών Μισθώσεων (+)	24.450.473,54 €
Προσαρμοσμένα Δανειακά Κεφάλαια	37.327.473,54 €
Μεταβολή (%)	189,88%
Προσαρμογή Επενδεδυμένου Κεφαλαίου	
Λογιστική Αξία Ιδίων Κεφαλαίων	90.301.000,00 €
Λογιστική Αξία Χρέους (+)	12.877.000,00 €
Ταμειακά Διαθέσιμα (-)	49.862.000,00 €
Λογιστική Αξία Επενδεδυμένου Κεφαλαίου	53.316.000,00 €
Παρούσα Αξία Λειτουργικών Μισθώσεων (+)	24.450.473,54 €
Προσαρμοσμένη Λογιστική Αξία Επενδεδυμένου Κεφαλαίου	77.766.473,54 €
Μεταβολή (%)	45,86%
Προσαρμογή Ενεργητικού	
Σύνολο Ενεργητικού	154.999.000,00 €
Παρούσα Αξία Λειτουργικών Μισθώσεων (+)	24.450.473,54 €
Προσαρμοσμένη Αξία Ενεργητικού	179.449.473,54 €
Μεταβολή (%)	15,77%
Προσαρμογή Τόκων	
Χρεωστικοί Τόκοι	1.672.000,00 €
Χρηματοοικονομικά Έξοδα	1.404.000,00 €
Παρούσα Αξία Λειτουργικών Μισθώσεων	24.450.473,54 €
Προ φόρων Κόστος Χρέους	12,84%
Καταλογισμένο έξοδο τόκου επί κεφαλαιοποιημένων μισθώσεων (PV Λειτουργικών Μισθώσεων*12,843%)	3.140.111,73 €
Προσαρμοσμένοι Χρεωστικοί Τόκοι	4.812.111,73 €
Προσαρμοσμένα Χρηματοοικονομικά Έξοδα	4.544.111,73 €
Μεταβολή Χρεωστικών Τόκων (%)	187,81%
Μεταβολή Χρηματοοικονομικών Έξοδων (%)	223,65%

Στον ακόλουθο Πίνακα 5.5.3 υπολογίζονται οι αριθμοδείκτες απόδοσης και χρέους της ΠΛΑΙΣΙΟ Α.Ε.Β.Ε. πριν και μετά την κεφαλαιοποίηση των λειτουργικών μισθώσεων. Ο δείκτης ROIC του ομίλου πριν την κεφαλαιοποίηση υπολογίζεται σε **11,58%**. Συγκρίνοντας τον δείκτη ROIC με το WACC (4,49%) του ομίλου πριν την κεφαλαιοποίηση (Πίνακας 5.5.4.) βλέπουμε ότι η εταιρεία επιτυγχάνει μια αρκετά ικανοποιητική θετική απόδοση από την χρησιμοποίηση των ιδίων και ξένων κεφαλαίων της (ROIC>WACC). Μετά την ενσωμάτωση των λειτουργικών μισθώσεων το ROIC παρουσιάζει μείωση κατά **11,38%** ενώ το WACC αυξάνεται κατά **33,44%**. Συγκρίνοντας τα δύο μαζί (**10,26%>5,99%**) βλέπουμε ότι ο όμιλος παρά την σημαντική επιβάρυνση των δεικτών διατηρεί την ικανότητα να παράγει κέρδη από την χρήση των κεφαλαίων του σε βαθμό που ικανοποιείται η ελάχιστη απαιτούμενη απόδοση των επενδυτών μετά την ενσωμάτωση των λειτουργικών μισθωμάτων. Η αρνητική μεταβολή του ROIC με δεδομένο τον φορολογικό συντελεστή (29%) οφείλεται στη μεταβολή του επενδεδυμένου κεφαλαίου η οποία υπερβαίνει την μεταβολή των λειτουργικών κερδών προ φόρων και τόκων (EBIT).

Η απόδοση ιδίων κεφαλαίων (ROE) του ομίλου παρουσιάζει μείωση της τάξεως του **-8,19%** (8,07% → 7,41%) μετά την ενσωμάτωση των λειτουργικών μισθώσεων. Η μείωση αυτή προέρχεται από την αναπροσαρμογή του λειτουργικού εισοδήματος αφού τα ίδια κεφάλαια δεν επηρεάζονται. Η αρνητική επίδραση στον δείκτη ROE οφείλεται στο γεγονός ότι το τρέχων μίσθωμα που προστίθεται στο λειτουργικό εισόδημα προ φόρων και τόκων (5.260.000€) υπολείπεται του αθροίσματος των εξόδων τόκων επί μισθωμάτων και της ετήσια απόσβεσης (5.856.831,01€).

Η απόδοση περιουσιακών στοιχείων (ROA) του ομίλου εμφανίζει επίσης επιδείνωση μετά την αναπροσαρμογή του ενεργητικού της και του λειτουργικού εισοδήματος προ φόρων, από 4,70% σε 3,73% (μείωση **-20,70%**). Η αρνητική μεταβολή του δείκτη ROA προήλθε από το γεγονός ότι η μεταβολή του ενεργητικού της υπερβαίνει κατά πολύ την μεταβολή του λειτουργικού εισοδήματος προ φόρων λόγω του πολύ υψηλού ποσοστού μεταβολής των χρηματοοικονομικών εξόδων.

Αντιθέτως με τους προηγούμενους δείκτες η απόδοση του απασχολούμενου κεφαλαίου (ROCE) εμφανίζει μικρή θετική μεταβολή της τάξεως του **5,02%** (8,21% → 8,62%). Η θετική μεταβολή προέρχεται από την αναπροσαρμογή της αξίας του λειτουργικού

εισοδήματος προ φόρων και τόκων (EBIT), η οποία υπερβαίνει την μεταβολή του απασχολούμενου κεφαλαίου (23,08%).

Ο δείκτης κάλυψης τόκων του ομίλου παρουσιάζει πολύ μεγάλη επιβάρυνση της τάξεως του **-55,09%** (5,20 → 2,34) κάτι που είναι αναμενόμενο, αφού οι χρεωστικοί τόκοι αυξάνονται υπέρμετρα σε σχέση με την αύξηση του λειτουργικού εισόδημα προ φόρων και τόκων από την κεφαλαιοποίηση των λειτουργικών μισθώσεων.

Ο δείκτης χρέους προς ίδια κεφάλαια (D/E) παρουσιάζει επίσης πολύ μεγάλη επιδείνωση της τάξεως του **189,88%**, (0,14 → 0,41), η οποία αντανάκλα τα υψηλότερα πλέον επίπεδα κινδύνου που αντιμετωπίζει η εταιρεία σε σχέση με την προηγούμενη καλή τιμή του δείκτη. Η επιδείνωση αυτή οφείλεται κατά κύριο λόγο στο πολύ υψηλό ποσοστό χρέους που προστίθεται στο αρχικό χρέος του ομίλου, κάτι που εκτιμάται πλέον από τους δανειστές ως υψηλότερος κίνδυνος κατά συνέπεια υψηλότερα επιτόκια δανεισμού, γεγονός που αναπόφευκτα θα επιβαρύνει τα μεταβλητά κέρδη προ φόρων. Ο δείκτης συνολικής δανειακής επιβάρυνσης (D/A) παρουσιάζει και αυτός πολύ μεγάλη επιβάρυνση της τάξεως του **150,38%** (0,08 → 0,21).

Ο δείκτης λειτουργικού περιθωρίου κέρδους παρουσιάζει βελτίωση της τάξεως του **29,26%** (3,04% → 3,93%). Η θετική μεταβολή προήλθε αποκλειστικά από την αναπροσαρμογή του λειτουργικού εισοδήματος προ φόρων και τόκων μετά την κεφαλαιοποίηση των λειτουργικών μισθώσεων, καθώς το ύψος των πωλήσεων δεν επηρεάζεται.

Πίνακας 5.5.3

Υπολογισμός αριθμοδεικτών πριν και μετά την κεφαλαιοποίηση των λειτουργικών μισθώσεων

ROIC		ROA	
Λογιστική Αξία Επενδεδυμένου Κεφαλαίου	53.316.000,00 €	Λειτουργικό Εισόδημα (EBIT)	8.693.000,00 €
Λειτουργικό Εισόδημα (EBIT)	8.693.000,00 €	Χρηματοοικονομικά έξοδα	1.404.000,00 €
Φορολογικός Συντελεστής	29%	Σύνολο Ενεργητικού	154.999.000,00 €
ROIC	11,58%	ROA	4,70%
Προσαρμοσμένη Λογιστική Αξία Επενδεδυμένου Κεφαλαίου	77.766.473,54 €	Προσαρμοσμένο Λειτουργικό Εισόδημα (EBIT)	11.236.307,14 €
Προσαρμοσμένο Λειτουργικό Εισόδημα (EBIT)	11.236.280,72 €	Προσαρμοσμένα Χρηματοοικονομικά Έξοδα	4.544.143,77 €
Φορολογικός Συντελεστής	29%	Προσαρμοσμένη Αξία Ενεργητικού	179.449.473,54 €
Προσαρμοσμένο ROIC	10,26%	Προσαρμοσμένο ROA	3,73%
Μεταβολή (%)	-11,38%	Μεταβολή (%)	-20,70%
ROE		ROCE	
Λειτουργικό Εισόδημα (EBIT)	8.693.000,00 €	Λειτουργικό Εισόδημα (EBIT)	8.693.000,00 €
Χρηματοοικονομικά έξοδα	1.404.000,00 €	Σύνολο Ενεργητικού	154.999.000,00 €
Ίδια κεφάλαια	90.301.000,00 €	Βραχυπρόθεσμες Υποχρεώσεις	49.072.000,00 €
ROE	8,07%	ROCE	8,21%
Προσαρμοσμένο Λειτουργικό Εισόδημα (EBIT)	11.236.307,14 €	Προσαρμοσμένο Λειτουργικό Εισόδημα (EBIT)	11.236.307,14 €
Προσαρμοσμένα Χρηματοοικονομικά Έξοδα	4.544.143,77 €	Προσαρμοσμένη Αξία Ενεργητικού	179.449.473,54 €
Ίδια Κεφάλαια	90.301.000,00 €	Βραχυπρόθεσμες Υποχρεώσεις	49.072.000,00 €
Προσαρμοσμένο ROE*	7,41%	Προσαρμοσμένο ROCE	8,62%
Μεταβολή (%)	-8,19%	Μεταβολή (%)	5,02%
Interest Coverage Ratio		D/E	
Λειτουργικό Εισόδημα (EBIT)	8.693.000,00 €	Δανειακές Υποχρεώσεις	12.877.000,00 €
Χρεωστικοί Τόκοι	1.672.000,00 €	Ίδια κεφάλαια	90.301.000,00 €
ICR	5,20	D/E	0,14
Προσαρμοσμένο Λειτουργικό Εισόδημα (EBIT)	11.236.307,14 €	Προσαρμοσμένα Δανειακά Κεφάλαια	37.327.473,54 €
Προσαρμοσμένοι Χρεωστικοί Τόκοι	4.812.111,73 €	Ίδια κεφάλαια	90.301.000,00 €
Προσαρμοσμένο ICR	2,34	Προσαρμοσμένο D/E	0,41
Μεταβολή (%)	-55,09%	Μεταβολή (%)	189,88%
Δείκτης Συνολικής Δανειακής Επιβάρυνσης		Operating Profit Margin	
Δανειακές Υποχρεώσεις	12.877.000,00 €	Λειτουργικό Εισόδημα (EBIT)	8.693.000,00 €
Σύνολο Ενεργητικού	154.999.000,00 €	Πωλήσεις	286.098.000,00 €
D/A	0,08	Operating Profit Margin	3,04%
Προσαρμοσμένα Δανειακά Κεφάλαια	37.327.473,54 €	Προσαρμοσμένο Λειτουργικό Εισόδημα (EBIT)	11.236.307,14 €
Προσαρμοσμένη Αξία Ενεργητικού	179.449.473,54 €	Πωλήσεις	286.098.000,00 €
D/A	0,21	Προσαρμοσμένο Operating Profit Margin	3,93%
Μεταβολή (%)	150,38%	Μεταβολή (%)	29,26%

Στο τελευταίο στάδιο, για τον υπολογισμό του μέσου σταθμικού κόστους κεφαλαίου (WACC) του ομίλου ΠΛΑΙΣΙΟ Α.Ε.Β.Ε. υπολογίζεται ο συντελεστής β της μετοχής ακολουθώντας την διαδικασία που περιγράφεται στην ενότητα 5.3. και εν συνεχεία το σταθμισμένο market premium risk του ομίλου με βάση τις πωλήσεις που πραγματοποιεί ο όμιλος στις χώρες που δραστηριοποιείται. Όπως απεικονίζεται στον Πίνακα 5.5.1 το σταθμισμένο MPR του ομίλου υπολογίζεται σε 9,95%. Με βάση αυτό υπολογίζεται το κόστος ιδίων κεφαλαίων πριν και μετά την κεφαλαιοποίηση των λειτουργικών μισθώσεων, όπως περιγράφεται στην ενότητα 5.3.

Τα επιμέρους στοιχεία που συμμετέχουν στον υπολογισμό του WACC παρουσιάζονται στον ακόλουθο Πίνακα. Όπως παρατηρούμε ο συντελεστής β για την ΠΛΑΙΣΙΟ Α.Ε.Β.Ε. υπολογίζεται σε 0,37 που σημαίνει ότι η τιμή μετοχή της ακολουθεί την τάση του γενικού δείκτη αρκετά συντηρητικά στις μεταβολές του. Με την ενσωμάτωση των λειτουργικών μισθώσεων ο συντελεστής β του ομίλου διαμορφώνεται σε 0,44 γεγονός που οφείλεται στην αύξηση του χρέους του ομίλου $D > D$ με την παρούσα αξία των λειτουργικών μισθώσεων. Με την σειρά του ο προσαρμοσμένος συντελεστής β επηρεάζει αυξητικά το κόστος ιδίων κεφαλαίων (4,09% \rightarrow 4,72%) γεγονός που οδηγεί σε αύξηση του μέσου σταθμικού κόστους κεφαλαίου από 4,49% σε 5,99% (αύξηση κατά **33,44%**).

Πίνακας 5.5.4

Υπολογισμός Μέσου Σταθμικού Κόστους Κεφαλαίου πριν και μετά την κεφαλαιοποίηση των λειτουργικών μισθώσεων

Estimate Weighted Average Cost of Capital (WACC)		
	Before Capitalization of OL	After Capitalization of OL
Beta	0,37	0,44
Unleverate Beta	0,34	
Τρέχουσα Αξία Ιδίων Κεφαλαίων	91.834.766,40 €	91.834.766,40 €
Δανειακά Κεφάλαια	12.877.000,00 €	37.327.235,70 €
D/E	14,02%	40,65%
Φορολογικός Συντελεστής	29%	29%
Re (Κόστος Ιδίων Κεφαλαίων)	4,09%	4,72%
Rd (Κόστος Δανειακών Κεφαλαίων)	10,40%	12,84%
We	87,70%	71,10%
Wd	12,30%	28,90%
WACC	4,49%	5,99%

5.5.4 QUEST ΣΥΜΜΕΤΟΧΩΝ Α.Ε.

Στον ακόλουθο Πίνακα 5.6 παρουσιάζονται τα οικονομικά στοιχεία των ενοποιημένων καταστάσεων της QUEST ΣΥΜΜΕΤΟΧΩΝ Α.Ε. για το 2017 που απαιτούνται για τους υπολογισμούς της κεφαλαιοποίησης των λειτουργικών μισθώσεων.

Πίνακας 5.6
Οικονομικά Στοιχεία χρήσης 2017 Ομίλου QUEST Α.Ε.

Λειτουργικές Μισθώσεις	28.545.000,00 €
Λειτουργικές Μισθώσεις 2016 ≤ 12 μηνών	2.841.000,00 €
Έντοκος Δανεισμός	52.447.000,00 €
Ίδια κεφάλαια	128.730.000,00 €
Χρεωστικοί Τόκοι	4.224.000,00 €
Χρηματοοικονομικά έξοδα	3.520.000,00 €
EBIT	18.595.000,00 €
Πωλήσεις	436.449.000,00 €
Σύνολο Ενεργητικού	326.609.000,00 €
Ταμειακά Διαθέσιμα και Ισοδύναμα	47.937.000,00 €
Βραχυπρόθεσμες Υποχρεώσεις	136.031.000,00 €

Στην οικονομική έκθεση του 2017 της QUEST Α.Ε. δεν αναφέρεται το επιτόκιο μακροπρόθεσμου δανεισμού του ομίλου. Κατά συνέπεια το επιτόκιο που θα χρησιμοποιηθεί για την προεξόφληση των λειτουργικών μισθώσεων θα υπολογιστεί μέσω της συνθετικής μεθόδου με την βοήθεια του αρχείου excel λαμβάνοντας υπόψη την ύπαρξη των υποχρεώσεων λειτουργικών μισθώσεων, όπως παρουσιάζεται στο παράρτημα Ι. Το επιτόκιο μακροπρόθεσμου δανεισμού για τον όμιλο διαμορφώνεται σε **10,62%**. Το επιτόκιο αυτό προκύπτει από το άθροισμα του επιτοκίου μηδενικού κινδύνου που είναι 0,427%, του σταθμισμένου Default Spread (7,82%) βάσει του ποσοστού των πωλήσεων ανά γεωγραφικό τομέα που πραγματοποιεί η εταιρεία όπως υπολογίζεται από τον ακόλουθο Πίνακα και του Default Spread 2,38% βάσει αξιολόγησης της πιστοληπτικής ικανότητας του ομίλου (Ba2/BB).

Πίνακας 5.6.1

Υπολογισμός σταθμισμένων Default Spread και Market Premium Risk με βάση τις πωλήσεις ανά γεωγραφικό τομέα

	Ελλάδα	ΧΩΡΕΣ Ε.Ε	ΕΥΡΩΠΑΙΚΕΣ ΧΩΡΕΣ ΕΚΤΟΣ Ε.Ε (ΑΛΒΑΝΙΑ)	ΤΡΙΤΕΣ ΧΩΡΕΣ (ΤΟΥΡΚΙΑ)	ΣΥΝΟΛΑ
Πωλήσεις	365.773.000,00 €	68.265.000,00 €	1.149.000,00 €	1.262.000,00 €	436.449.000,00 €
Συμμετοχή (%)	83,81%	15,64%	0,26%	0,29%	100,00%
Default Spread	9,23%	0,52%	4,62%	2,56%	
Σταθμισμένο Default Spread	7,74%	0,08%	0,01%	0,01%	7,817%
Market Risk Premium	9,23%	0,59%	5,19%	2,88%	
Σταθμισμένο Market Risk Premium	7,74%	0,09%	0,014%	0,008%	7,849%
Country	GROSS DOMESTIC PRODUCT (in billions)	Moody's rating	Adj. Default Spread	Equity Premium Risk	Country Risk Premium
Belgium	467,96	Aa3	0,62%	5,78%	0,70%
Netherlands	777,23	Aaa	0,00%	5,08%	0,00%
Cyprus	20,05	Ba3	3,69%	9,23%	4,15%
United Kingdom	2647,90	Aa2	0,51%	5,65%	0,57%
Romania	187,59	Baa3	2,26%	7,62%	2,54%
TOTAL	4100,73	Weight	Adj. Default Spread	Equity Premium Risk	Country Risk Premium
Belgium		11,41%	0,07%	0,66%	0,08%
Netherlands		18,95%	0,00%	0,96%	0,00%
Cyprus		0,49%	0,02%	0,05%	0,02%
United Kingdom		64,57%	0,33%	3,65%	0,37%
Romania		4,57%	0,10%	0,35%	0,12%
TOTAL		100,00%	0,52%	5,67%	0,59%

Χρησιμοποιώντας το παραπάνω επιτόκιο 10,62% μέσω του αρχείου excel (Παράρτημα II) υπολογίζεται η παρούσα αξία των λειτουργικών μισθώσεων η οποία ανέρχεται σε **19.017.303,80€** και η διάρκεια της μίσθωσης η οποία εκτείνεται σε 8 έτη. Με βάση αυτά τα δεδομένα γίνεται η αναπροσαρμογή του λειτουργικού εισοδήματος, των δανειακών υποχρεώσεων, του ενεργητικού και των χρηματοοικονομικών εξόδων και τόκων του ομίλου. Όπως εμφανίζονται στον Πίνακα 5.6.2 το λειτουργικό εισόδημα προ φόρων και τόκων (EBIT) μετά την αναπροσαρμογή παρουσιάζει αύξηση **2,49%**. Τα χρηματοοικονομικά έξοδα και οι χρεωστικοί τόκοι παρουσιάζουν σημαντική αύξηση της τάξεως των **57,40%** και **47,83%** αντίστοιχα. Το χρέος της εταιρείας επίσης παρουσιάζει αύξηση **36,26%** και η αξία του ενεργητικού αυξάνεται κατά **5,82%**, Το επενδεδυμένο κεφάλαιο που συμμετέχει στον υπολογισμό του δείκτη ROIC αυξάνεται κατά **14,27%**.

Πίνακας 5.6.2

Προσαρμογή οικονομικών στοιχείων χρήσης 2017 μετά την κεφαλαιοποίηση των λειτουργικών μισθώσεων

Προσαρμογή Λειτουργικού Εισοδήματος	
Λειτουργικό Εισόδημα (EBIT)	18.595.000,00 €
Έξοδα Λειτουργικής Μίσθωσης τρέχουσας χρήσης (+)	2.841.000,00 €
Αποσβέσεις για μισθωμένα περιουσιακά στοιχεία (-)	2.377.162,98 €
Προσαρμοσμένο Λειτουργικό Εισόδημα (EBIT)	19.058.837,03 €
Μεταβολή (%)	2,49%
Απόσβεση Λειτουργικών Μισθώσεων	
Παρούσα Αξία Λειτουργικών Μισθώσεων	19.017.303,80 €
Διάρκεια Λειτουργικής Μίσθωσης (έτη)	8
Ετήσια Απόσβεση	2.377.162,98 €
Προσαρμογή Δανειακών Υποχρεώσεων	
Τωρινές Δανειακές Υποχρεώσεις	52.447.000,00 €
Παρούσα Αξία Λειτουργικών Μισθώσεων (+)	19.017.303,80 €
Προσαρμοσμένα Δανειακά Κεφάλαια	71.464.303,80 €
Μεταβολή (%)	36,26%
Προσαρμογή Επενδεδυμένου Κεφαλαίου	
Λογιστική Αξία Ιδίων Κεφαλαίων	128.730.000,00 €
Λογιστική Αξία Χρέους (+)	52.447.000,00 €
Ταμειακά Διαθέσιμα (-)	47.937.000,00 €
Λογιστική Αξία Επενδεδυμένου Κεφαλαίου	133.240.000,00 €
Παρούσα Αξία Λειτουργικών Μισθώσεων (+)	19.017.303,80 €
Προσαρμοσμένη Λογιστική Αξία Επενδεδυμένου Κεφαλαίου	152.257.303,80 €
Μεταβολή (%)	14,27%
Προσαρμογή Ενεργητικού	
Σύνολο Ενεργητικού	326.609.000,00 €
Παρούσα Αξία Λειτουργικών Μισθώσεων (+)	19.017.303,80 €
Προσαρμοσμένη Αξία Ενεργητικού	345.626.303,80 €
Μεταβολή (%)	5,82%
Προσαρμογή Τόκων	
Χρεωστικοί Τόκοι	4.224.000,00 €
Χρηματοοικονομικά Έξοδα	3.520.000,00 €
Παρούσα Αξία Λειτουργικών Μισθώσεων	19.017.303,80 €
Προ φόρων Κόστος Χρέους	10,62%
Καταλογισμένο έξοδο τόκου επί κεφαλαιοποιημένων μισθώσεων (PV Λειτουργικών Μισθώσεων*10,6238%)	2.020.353,66 €
Προσαρμοσμένοι Χρεωστικοί Τόκοι	6.244.353,66 €
Προσαρμοσμένα Χρηματοοικονομικά Έξοδα	5.540.353,66 €
Μεταβολή Χρεωστικών Τόκων (%)	47,83%
Μεταβολή Χρηματοοικονομικών Έξοδων (%)	57,40%

Στον ακόλουθο Πίνακα 5.6.3 υπολογίζονται οι αριθμοδείκτες απόδοσης και χρέους της QUEST A.E. πριν και μετά την κεφαλαιοποίηση των λειτουργικών μισθώσεων. Ο δείκτης ROIC του ομίλου πριν την κεφαλαιοποίηση υπολογίζεται σε **9,91%**. Συγκρίνοντας τον δείκτη ROIC με το WACC (4,34%) του ομίλου πριν την κεφαλαιοποίηση (Πίνακας 5.6.4.) βλέπουμε ότι η εταιρεία επιτυγχάνει μια ικανοποιητική θετική απόδοση από την χρησιμοποίηση των ιδίων και ξένων κεφαλαίων της (ROIC>WACC). Μετά την ενσωμάτωση των λειτουργικών μισθώσεων το ROIC παρουσιάζει μείωση κατά **10,33%** ενώ το WACC αυξάνεται κατά **16,22%**. Συγκρίνοντας τα δύο μαζί (**8,89%>5,04%**) βλέπουμε ότι ο όμιλος παρά την επιδείνωση των δεικτών διατηρεί την ικανότητα να παράγει κέρδη από την χρήση των κεφαλαίων του σε βαθμό που ικανοποιείται η ελάχιστη απαιτούμενη απόδοση των επενδυτών μετά την ενσωμάτωση των λειτουργικών μισθωμάτων. Η αρνητική μεταβολή του ROIC με δεδομένο τον φορολογικό συντελεστή (29%) οφείλεται στη μεταβολή του επενδεδυμένου κεφαλαίου η οποία υπερβαίνει κατά πολύ την μεταβολή των λειτουργικών κερδών προ φόρων και τόκων (EBIT).

Η απόδοση ιδίων κεφαλαίων (ROE) του ομίλου παρουσιάζει μείωση της τάξεως του **-10,33%** (11,71% → 10,50%) μετά την ενσωμάτωση των λειτουργικών μισθώσεων. Η μείωση αυτή προέρχεται από την αναπροσαρμογή του λειτουργικού εισοδήματος προ φόρων αφού τα ίδια κεφάλαια δεν μεταβάλλονται. Η αρνητική επίδραση στον δείκτη ROE οφείλεται στο γεγονός ότι το τρέχων μίσθωμα (2.841.000€) που προστίθεται στο λειτουργικό εισόδημα προ φόρων και τόκων του 2017 υπολείπεται του συνόλου των εξόδων τόκων επί λειτουργικών μισθωμάτων και της ετήσια απόσβεσης (4.397.516,64€).

Η απόδοση περιουσιακών στοιχείων (ROA) του ομίλου εμφανίζει επίσης επιδείνωση μετά την αναπροσαρμογή του ενεργητικού της και του λειτουργικού εισοδήματος προ φόρων, από 4,62% σε 3,91% (μείωση **-15,26%**). Η αρνητική μεταβολή του δείκτη ROA προήλθε από το γεγονός ότι η μεταβολή του ενεργητικού της υπερβαίνει την μεταβολή του λειτουργικού εισοδήματος προ φόρων λόγω του υψηλού ποσοστού μεταβολής των χρηματοοικονομικών εξόδων.

Η απόδοση του απασχολούμενου κεφαλαίου (ROCE) του ομίλου μετά την αναπροσαρμογή των ποσών παρουσιάζει μικρή αρνητική μεταβολή της τάξεως του **-6,81%** (9,76% → 9,09%). Η αρνητική μεταβολή προέρχεται από την αναπροσαρμογή της

αξίας του απασχολούμενου κεφαλαίου, η οποία υπερβαίνει την μεταβολή του λειτουργικού εισοδήματος προ φόρων και τόκων (EBIT).

Ο δείκτης κάλυψης τόκων του ομίλου παρουσιάζει σημαντική επιβάρυνση της τάξεως του **-30,67%** (4,40 → 3,05) κάτι που είναι αναμενόμενο, αφού οι χρεωστικοί τόκοι αυξάνονται υπέρμετρα σε σχέση με την αύξηση του λειτουργικού εισοδήματος προ φόρων και τόκων από την κεφαλαιοποίηση των λειτουργικών μισθώσεων.

Ο δείκτης χρέους προς ίδια κεφάλαια (D/E) όπως είναι αναμενόμενο παρουσιάζει επιδείνωση της τάξεως του **36,26%**, (0,41 → 0,56). Αυτή η θετική μεταβολή του δείκτη επιδρά αρνητικά στα εκτιμώμενα επίπεδα κινδύνου που αντιμετωπίζει η εταιρεία σχετικά με την δυνατότά της να αντλεί νέα κεφάλαια με χαμηλά επιτόκια δανεισμού, γεγονός που αναπόφευκτα θα επηρεάσει τα κέρδη προ φόρων ως αποτέλεσμα του πρόσθετου χρεωστικού τόκου που καλείται να καταβάλει η επιχείρηση. Ο δείκτης συνολικής δανειακής επιβάρυνσης (D/A) παρουσιάζει και αυτός επιβάρυνση μικρότερης έκτασης της τάξεως του **28,76%** (0,16 → 0,21).

Ο δείκτης λειτουργικού περιθωρίου κέρδους παρουσιάζει μικρή βελτίωση της τάξεως του **2,49%** (4,26% → 4,37%), η οποία προέρχεται αποκλειστικά από την αύξηση του λειτουργικού εισοδήματος προ φόρων και τόκων μετά την κεφαλαιοποίηση των λειτουργικών μισθώσεων, καθώς το ύψος των πωλήσεων παραμένει σταθερό.

Πίνακας 5.6.3

Υπολογισμός αριθμοδεικτών πριν και μετά την κεφαλαιοποίηση των λειτουργικών μισθώσεων

ROIC		ROA	
Λογιστική Αξία Επενδεδυμένου Κεφαλαίου	133.240.000,00 €	Λειτουργικό Εισόδημα (EBIT)	18.595.000,00 €
Λειτουργικό Εισόδημα (EBIT)	18.595.000,00 €	Χρηματοοικονομικά έξοδα	3.520.000,00 €
Φορολογικός Συντελεστής	29%	Σύνολο Ενεργητικού	326.609.000,00 €
ROIC	9,91%	ROA	4,62%
Προσαρμοσμένη Λογιστική Αξία Επενδεδυμένου Κεφαλαίου	152.257.303,80 €	Προσαρμοσμένο Λειτουργικό Εισόδημα (EBIT)	19.058.837,03 €
Προσαρμοσμένο Λειτουργικό Εισόδημα (EBIT)	19.058.837,03 €	Προσαρμοσμένα Χρηματοοικονομικά Έξοδα	5.540.353,66 €
Φορολογικός Συντελεστής	29%	Προσαρμοσμένη Αξία Ενεργητικού	345.626.303,80 €
Προσαρμοσμένο ROIC	8,89%	Προσαρμοσμένο ROA	3,91%
Μεταβολή (%)	-10,31%	Μεταβολή (%)	-15,26%
ROE		ROCE	
Λειτουργικό Εισόδημα (EBIT)	18.595.000,00 €	Λειτουργικό Εισόδημα (EBIT)	18.595.000,00 €
Χρηματοοικονομικά έξοδα	3.520.000,00 €	Σύνολο Ενεργητικού	326.609.000,00 €
Ίδια κεφάλαια	128.730.000,00 €	Βραχυπρόθεσμες Υποχρεώσεις	136.031.000,00 €
ROE	11,71%	ROCE	9,76%
Προσαρμοσμένο Λειτουργικό Εισόδημα (EBIT)	19.058.837,03 €	Προσαρμοσμένο Λειτουργικό Εισόδημα (EBIT)	19.058.837,03 €
Προσαρμοσμένα Χρηματοοικονομικά Έξοδα	5.540.353,66 €	Προσαρμοσμένη Αξία Ενεργητικού	345.626.303,80 €
Ίδια Κεφάλαια	128.730.000,00 €	Βραχυπρόθεσμες Υποχρεώσεις	136.031.000,00 €
Προσαρμοσμένο ROE*	10,50%	Προσαρμοσμένο ROCE	9,09%
Μεταβολή (%)	-10,33%	Μεταβολή (%)	-6,81%
Interest Coverage Ratio		D/E	
Λειτουργικό Εισόδημα (EBIT)	18.595.000,00 €	Δανειακές Υποχρεώσεις	52.447.000,00 €
Χρεωστικοί Τόκοι	4.224.000,00 €	Ίδια κεφάλαια	128.730.000,00 €
ICR	4,40	D/E	0,41
Προσαρμοσμένο Λειτουργικό Εισόδημα (EBIT)	19.058.837,03 €	Προσαρμοσμένα Δανειακά Κεφάλαια	71.464.303,80 €
Προσαρμοσμένοι Χρεωστικοί Τόκοι	6.244.353,66 €	Ίδια κεφάλαια	128.730.000,00 €
Προσαρμοσμένο ICR	3,05	Προσαρμοσμένο D/E	0,56
Μεταβολή (%)	-30,67%	Μεταβολή (%)	36,26%
Δείκτης Συνολικής Δανειακής Επιβάρυνσης		Operating Profit Margin	
Δανειακές Υποχρεώσεις	52.447.000,00 €	Λειτουργικό Εισόδημα (EBIT)	18.595.000,00 €
Σύνολο Ενεργητικού	326.609.000,00 €	Πωλήσεις	436.449.000,00 €
D/A	0,16	Operating Profit Margin	4,26%
Προσαρμοσμένα Δανειακά Κεφάλαια	71.464.303,80 €	Προσαρμοσμένο Λειτουργικό Εισόδημα (EBIT)	19.058.837,03 €
Προσαρμοσμένη Αξία Ενεργητικού	345.626.303,80 €	Πωλήσεις	436.449.000,00 €
D/A	0,21	Προσαρμοσμένο Operating Profit Margin	4,37%
Μεταβολή (%)	28,76%	Μεταβολή (%)	2,49%

Για τον υπολογισμό του μέσου σταθμικού κόστους κεφαλαίου (WACC) του ομίλου QUEST ΣΥΜΜΕΤΟΧΩΝ Α.Ε. υπολογίζεται ο συντελεστής β της μετοχής με βάση την διαδικασία που περιγράφεται στην ενότητα 5.3 και εν συνεχεία το σταθμισμένο Market Premium Risk του ομίλου με βάση την αναλογία των πωλήσεων ανά γεωγραφικό τομέα που πραγματοποιεί η εταιρεία όπως υπολογίζεται από τον Πίνακα 5.6.2 (Σταθμισμένο MPR 7,85%). Με βάση αυτές τις δύο τιμές υπολογίζεται το κόστος ιδίων κεφαλαίων πριν και μετά την κεφαλαιοποίηση των λειτουργικών μισθώσεων, όπως περιγράφεται στην ενότητα 5.3.

Τα επιμέρους στοιχεία που συμμετέχουν στον υπολογισμό του WACC παρουσιάζονται στον ακόλουθο Πίνακα. Ο συντελεστής β για την QUEST Α.Ε. υπολογίζεται σε 0,36 που μας δείχνει ότι η τιμή της μετοχή της ακολουθεί την τάση του γενικού δείκτη αρκετά συντηρητικά στις μεταβολές του. Με την ενσωμάτωση των λειτουργικών μισθώσεων ο προσαρμοσμένος συντελεστής β του εταιρείας διαμορφώνεται σε 0,40 γεγονός που οφείλεται στην αύξηση του χρέους του ομίλου $D > D$ με την παρούσα αξία των λειτουργικών μισθώσεων. Με την σειρά του ο νέος συντελεστής β επηρεάζει αυξητικά το κόστος ιδίων κεφαλαίων (3,24% \rightarrow 4,49%) γεγονός που συμβάλει στην αύξηση του μέσου σταθμικού κόστους κεφαλαίου από 4,58% σε 4,70% (αύξηση κατά **2,58%**).

Πίνακας 5.6.4

Υπολογισμός Μέσου Σταθμικού Κόστους Κεφαλαίου πριν και μετά την κεφαλαιοποίηση των λειτουργικών μισθώσεων

Estimate Weighted Average Cost of Capital (WACC)		
	Before Capitalization of OL	After Capitalization of OL
Beta	0,36	0,40
Unleverate Beta	0,28	
Τρέχουσα Αξία Ιδίων Κεφαλαίων	115.562.230,40 €	115.562.230,40 €
Δανειακά Κεφάλαια	52.447.000,00 €	71.464.303,80 €
D/E	45,38%	61,84%
Φορολογικός Συντελεστής	29%	29%
Re (Κόστος Ιδίων Κεφαλαίων)	3,24%	3,49%
Rd (Κόστος Δανειακών Κεφαλαίων)	10,62%	9,37%
We	68,78%	61,79%
Wd	31,22%	38,21%
WACC	4,58%	4,70%

5.5.5 SPACE HELLAS A.E.

Στον Πίνακα 5.7 παρουσιάζονται τα ενοποιημένα οικονομικά δεδομένα του ομίλου SPACE HELLAS A.E. που απαιτούνται για τους αναγκαίους υπολογισμούς της κεφαλαιοποίησης των λειτουργικών μισθώσεων.

Πίνακας 5.7
Οικονομικά Στοιχεία χρήσης 2017 Ομίλου SPACE A.E.

Λειτουργικές Μισθώσεις	1.473.000,00 €
Λειτουργικές Μισθώσεις 2016 ≤ 12 μηνών	452.000,00 €
Έντοκος Δανεισμός	17.765.000,00 €
Ίδια κεφάλαια	14.670.000,00 €
Χρεωστικοί Τόκοι	2.166.000,00 €
Χρηματοοικονομικά έξοδα	2.120.000,00 €
EBIT	3.772.000,00 €
Πωλήσεις	59.658.000,00 €
Σύνολο Ενεργητικού	50.699.000,00 €
Ταμειακά Διαθέσιμα και Ισοδύναμα	7.694.000,00 €
Βραχυπρόθεσμες Υποχρεώσεις	25.360.000,00 €
Μεσοσταθμικό Κόστος Δανεισμού	4,54%

Στην οικονομική έκθεση για το 2017 και συγκεκριμένα στην σελίδα 57 αναφέρεται ότι ο όμιλος δανείζεται με μέσο επιτόκιο δανεισμού **4,54%**. Αυτό είναι το επιτόκιο το οποίο θα χρησιμοποιηθεί για την προεξόφληση των λειτουργικών μισθώσεων.

Στο παράρτημα II μέσω του αρχείου excel και της διαδικασίας που περιγράφεται στην ενότητα 5.3. υπολογίζεται η παρούσα αξία των λειτουργικών μισθώσεων του ομίλου η οποία ανέρχεται σε **1.309.785,59€**. Η διάρκεια της μίσθωσης εκτείνεται σε 5 έτη. Με βάση αυτά τα στοιχεία στον ακόλουθο Πίνακα γίνεται η αναπροσαρμογή των επηρεαζόμενων λογαριασμών στην κατάσταση οικονομικής θέσης και αποτελεσμάτων χρήσης του ομίλου μετά την ενσωμάτωση της παρούσας αξίας των λειτουργικών μισθώσεων. Όπως παρατηρούμε το λειτουργικό εισόδημα (EBIT) μετά την αναπροσαρμογή αυξάνεται κατά **5,04%**. Τα χρηματοοικονομικά έξοδα και οι χρεωστικοί τόκοι αυξάνονται κατά **2,80%** και **2,75%** αντίστοιχα. Το χρέος της εταιρείας παρουσιάζει αύξηση κατά **7,37%** όπως και η αξία του ενεργητικού κατά **2,58%**, Το επενδεδυμένο κεφάλαιο που συμμετέχει στον υπολογισμό του δείκτη ROIC αυξάνεται κατά **5,29%**.

Πίνακας 5.7.1

Προσαρμογή οικονομικών στοιχείων χρήσης 2017 μετά την κεφαλαιοποίηση των λειτουργικών μισθώσεων

Προσαρμογή Λειτουργικού Εισοδήματος	
Λειτουργικό Εισόδημα (EBIT)	3.772.000,00 €
Έξοδα Λειτουργικής Μίσθωσης τρέχουσας χρήσης (+)	452.000,00 €
Αποσβέσεις για μισθωμένα περιουσιακά στοιχεία (-)	261.957,12 €
Προσαρμοσμένο Λειτουργικό Εισόδημα (EBIT)	3.962.042,88 €
Μεταβολή (%)	5,04%
Απόσβεση Λειτουργικών Μισθώσεων	
Παρούσα Αξία Λειτουργικών Μισθώσεων	1.309.785,59 €
Διάρκεια Λειτουργικής Μίσθωσης (έτη)	5
Ετήσια Απόσβεση	261.957,12 €
Προσαρμογή Δανειακών Υποχρεώσεων	
Τορινές Δανειακές Υποχρεώσεις	17.765.000,00 €
Παρούσα Αξία Λειτουργικών Μισθώσεων (+)	1.309.785,59 €
Προσαρμοσμένα Δανειακά Κεφάλαια	19.074.785,59 €
Μεταβολή (%)	7,37%
Προσαρμογή Επενδεδυμένου Κεφαλαίου	
Λογιστική Αξία Ιδίων Κεφαλαίων	14.670.000,00 €
Λογιστική Αξία Χρέους (+)	17.765.000,00 €
Ταμειακά Διαθέσιμα (-)	7.694.000,00 €
Λογιστική Αξία Επενδεδυμένου Κεφαλαίου	24.741.000,00 €
Παρούσα Αξία Λειτουργικών Μισθώσεων (+)	1.309.785,59 €
Προσαρμοσμένη Λογιστική Αξία Επενδεδυμένου Κεφαλαίου	26.050.785,59 €
Μεταβολή (%)	5,29%
Προσαρμογή Ενεργητικού	
Σύνολο Ενεργητικού	50.699.000,00 €
Παρούσα Αξία Λειτουργικών Μισθώσεων (+)	1.309.785,59 €
Προσαρμοσμένη Αξία Ενεργητικού	52.008.785,59 €
Μεταβολή (%)	2,58%
Προσαρμογή Τόκων	
Χρεωστικοί Τόκοι	2.166.000,00 €
Χρηματοοικονομικά Έξοδα	2.120.000,00 €
Παρούσα Αξία Λειτουργικών Μισθώσεων	1.309.785,59 €
Προ φόρων Κόστος Χρέους	4,54%
Καταλογισμένο έξοδο τόκου επί κεφαλαιοποιημένων μισθώσεων (PV Λειτουργικών Μισθώσεων*4,54%)	59.464,27 €
Προσαρμοσμένοι Χρεωστικοί Τόκοι	2.225.464,27 €
Προσαρμοσμένα Χρηματοοικονομικά Έξοδα	2.179.464,27 €
Μεταβολή Χρεωστικών Τόκων (%)	2,75%
Μεταβολή Χρηματοοικονομικών Έξοδων (%)	2,80%

Στον Πίνακα 5.7.2 υπολογίζονται οι αριθμοδείκτες απόδοσης και χρέους της SPACE HELLAS A.E. πριν και μετά την κεφαλαιοποίηση των λειτουργικών μισθώσεων. Ο δείκτης ROIC σε επίπεδο ομίλου πριν τις προσαρμογές εκτιμάται σε **10,82%**. Συγκρινόμενος με το WACC (1,13%) του ομίλου πριν την κεφαλαιοποίηση (Πίνακας 5.7.3) βλέπουμε ότι η εταιρεία επιτυγχάνει μια υψηλή θετική απόδοση από την χρησιμοποίηση των ιδίων και ξένων κεφαλαίων της (ROIC>WACC). Μετά την κεφαλαιοποίηση των λειτουργικών μισθώσεων το ROIC παρουσιάζει μικρή μείωση κατά **-0,24%** ενώ το WACC αυξάνεται κατά **4,57%**. Συγκρίνοντας τα δύο μαζί μετά τις προσαρμογές (**10,80%>1,18%**) βλέπουμε ότι ο όμιλος διατηρεί τα ίδια σχεδόν επίπεδα αποδοτικότητας του επενδεδυμένου της κεφαλαίου σε σχέση με την μέση ελάχιστη απαιτούμενη απόδοση των επενδυτών. Η πολύ μικρή μεταβολή του ROIC με δεδομένο τον φορολογικό συντελεστή (29%) οφείλεται στη μεταβολή του επενδεδυμένου κεφαλαίου η οποία υπερβαίνει κατά 0,25% (5,29%-5,04%) την μεταβολή των λειτουργικών κερδών προ φόρων και τόκων (EBIT).

Η απόδοση ιδίων κεφαλαίων (ROE) του ομίλου παρουσιάζει αύξηση της τάξεως του **7,90%** (11,26% → 12,15%) μετά την ενσωμάτωση των λειτουργικών μισθώσεων. Η θετική επίδραση στον δείκτη ROE οφείλεται στο γεγονός ότι το ετήσιο τρέχων μίσθωμα (452.000€) είναι μεγαλύτερο από τα καταλογισθέντα έξοδα τόκων επί μισθωμάτων και την ετήσια απόσβεση (321.421€).

Η απόδοση περιουσιακών στοιχείων (ROA) του ομίλου παρουσιάζει βελτίωση μετά την αναπροσαρμογή του ενεργητικού της και του λειτουργικού εισοδήματος προ φόρων από την ενσωμάτωση των λειτουργικών μισθωμάτων, από 3,26% σε 3,43% (αύξηση **5,19%**). Η θετική μεταβολή του δείκτη ROA προήλθε από το γεγονός ότι η μεταβολή του λειτουργικού εισοδήματος προ φόρων υπερβαίνει την μεταβολή του ενεργητικού της.

Η απόδοση του απασχολούμενου κεφαλαίου (ROCE) εμφανίζει μικρή αρνητική μεταβολή της τάξεως του **-0,12%** (14,89% → 14,87%). Η αρνητική μεταβολή προέρχεται από την αναπροσαρμογή της αξίας του απασχολούμενου κεφαλαίου, η οποία υπερβαίνει ελαφρώς την μεταβολή του λειτουργικού εισοδήματος προ φόρων και τόκων (EBIT).

Ο δείκτης κάλυψης τόκων του ομίλου παραδόξως παρουσιάζει βελτίωση μετά την προσαρμογή του λειτουργικού εισοδήματος και των χρεωστικών τόκων της τάξεως του **2,23%** (1,74 → 1,78). Η θετική μεταβολή του δείκτη οφείλεται στο γεγονός ότι τα κέρδη

προ φόρων και τόκων παρουσιάζουν μεγαλύτερη θετική μεταβολή σε σχέση με την θετική μεταβολή των χρεωστικών τόκων. Το ύψος των χρεωστικών τόκων όμως διαμορφώνεται από το ύψος των λειτουργικών μισθώσεων και το επιτόκιο υπολογισμού της παρούσας αξίας αυτών, ενώ το προσαρμοσμένο λειτουργικό εισόδημα προ φόρων και τόκων από το τρέχων μίσθωμα και το ύψος της ετήσιας απόσβεσης. Η διαφορά στην θετική επίδραση του δείκτη στην περίπτωση της SPACE A.E. εντοπίζεται στο υψηλό τρέχων μίσθωμα σε σχέση με την συνολική αξία των λειτουργικών μισθώσεων και στο χαμηλό επιτόκιο υπολογισμού της παρούσας αξίας αυτών.

Ο δείκτης χρέους προς ίδια κεφάλαια (D/E) σε αντίθεση με τον προηγούμενο δείκτη παρουσιάζει επιδείνωση της τάξεως του **7,37%**, (1,21 → 1,30), η οποία μεταφράζεται σε δυσμενέστερη αξιολόγηση του ομίλου σχετικά με τα επίπεδα κινδύνου που αντιμετωπίζει και κατά συνέπεια υψηλότερα επιτόκια δανεισμού. Ο δείκτης συνολικής δανειακής επιβάρυνσης (D/A) όπως είναι αναμενόμενο παρουσιάζει μικρότερη επιβάρυνση της τάξεως του **4,67%** (0,35 → 0,37).

Ο δείκτης λειτουργικού περιθωρίου κέρδους παρουσιάζει βελτίωση της τάξεως του **5,04%** (6,32% → 6,64%). Με δεδομένο το ύψος των πωλήσεων η θετική μεταβολή προήλθε από την αναπροσαρμογή του λειτουργικού εισοδήματος προ φόρων και τόκων μετά την κεφαλαιοποίηση των λειτουργικών μισθώσεων.

Πίνακας 5.7.2

Υπολογισμός αριθμοδεικτών πριν και μετά την κεφαλαιοποίηση των λειτουργικών μισθώσεων

ROIC		ROA	
Λογιστική Αξία Επενδεδυμένου Κεφαλαίου	24.741.000,00 €	Λειτουργικό Εισόδημα (EBIT)	3.772.000,00 €
Λειτουργικό Εισόδημα (EBIT)	3.772.000,00 €	Χρηματοοικονομικά έξοδα	2.120.000,00 €
Φορολογικός Συντελεστής	29%	Σύνολο Ενεργητικού	50.699.000,00 €
ROIC	10,82%	ROA	3,26%
Προσαρμοσμένη Λογιστική Αξία Επενδεδυμένου Κεφαλαίου	26.050.785,59 €	Προσαρμοσμένο Λειτουργικό Εισόδημα (EBIT)	3.962.042,88 €
Προσαρμοσμένο Λειτουργικό Εισόδημα (EBIT)	3.962.042,88 €	Προσαρμοσμένα Χρηματοοικονομικά Έξοδα	2.179.464,27 €
Φορολογικός Συντελεστής	29%	Προσαρμοσμένη Αξία Ενεργητικού	52.008.785,59 €
Προσαρμοσμένο ROIC	10,80%	Προσαρμοσμένο ROA	3,43%
Μεταβολή (%)	-0,24%	Μεταβολή (%)	5,19%
ROE		ROCE	
Λειτουργικό Εισόδημα (EBIT)	3.772.000,00 €	Λειτουργικό Εισόδημα (EBIT)	3.772.000,00 €
Χρηματοοικονομικά έξοδα	2.120.000,00 €	Σύνολο Ενεργητικού	50.699.000,00 €
Ίδια κεφάλαια	14.670.000,00 €	Βραχυπρόθεσμες Υποχρεώσεις	25.360.000,00 €
ROE	11,26%	ROCE	14,89%
Προσαρμοσμένο Λειτουργικό Εισόδημα (EBIT)	3.962.042,88 €	Προσαρμοσμένο Λειτουργικό Εισόδημα (EBIT)	3.962.042,88 €
Προσαρμοσμένα Χρηματοοικονομικά Έξοδα	2.179.464,27 €	Προσαρμοσμένη Αξία Ενεργητικού	52.008.785,59 €
Ίδια Κεφάλαια	14.670.000,00 €	Βραχυπρόθεσμες Υποχρεώσεις	25.360.000,00 €
Προσαρμοσμένο ROE*	12,15%	Προσαρμοσμένο ROCE	14,87%
Μεταβολή (%)	7,90%	Μεταβολή (%)	-0,12%
Interest Coverage Ratio		D/E	
Λειτουργικό Εισόδημα (EBIT)	3.772.000,00 €	Δανειακές Υποχρεώσεις	17.765.000,00 €
Χρεωστικοί Τόκοι	2.166.000,00 €	Ίδια κεφάλαια	14.670.000,00 €
ICR	1,74	D/E	1,21
Προσαρμοσμένο Λειτουργικό Εισόδημα (EBIT)	3.962.042,88 €	Προσαρμοσμένα Δανειακά Κεφάλαια	19.074.785,59 €
Προσαρμοσμένοι Χρεωστικοί Τόκοι	2.225.464,27 €	Ίδια κεφάλαια	14.670.000,00 €
Προσαρμοσμένο ICR	1,78	Προσαρμοσμένο D/E	1,30
Μεταβολή (%)	2,23%	Μεταβολή (%)	7,37%
Δείκτης Συνολικής Δανειακής Επιβάρυνσης		Operating Profit Margin	
Δανειακές Υποχρεώσεις	17.765.000,00 €	Λειτουργικό Εισόδημα (EBIT)	3.772.000,00 €
Σύνολο Ενεργητικού	50.699.000,00 €	Πωλήσεις	59.658.000,00 €
D/A	0,35	Operating Profit Margin	6,32%
Προσαρμοσμένα Δανειακά Κεφάλαια	19.074.785,59 €	Προσαρμοσμένο Λειτουργικό Εισόδημα (EBIT)	3.962.042,88 €
Προσαρμοσμένη Αξία Ενεργητικού	52.008.785,59 €	Πωλήσεις	59.658.000,00 €
D/A	0,37	Προσαρμοσμένο Operating Profit Margin	6,64%
Μεταβολή (%)	4,67%	Μεταβολή (%)	5,04%

Για τον υπολογισμό του μέσου σταθμικού κόστους κεφαλαίου (WACC) του ομίλου SPACE HELLAS A.E. υπολογίζουμε αρχικά το συντελεστή β της μετοχής ακολουθώντας την διαδικασία που περιγράφεται στην ενότητα 5.3. και το σταθμισμένο market premium risk του ομίλου. Αν και ο όμιλος δραστηριοποιείται σε διάφορες χώρες μέσω θυγατρικών και συμμετοχών (Κύπρος, Ρουμανία, Σερβία, Μάλτα, Ολλανδία και Ιορδανία) το μεγαλύτερο ποσοστό πωλήσεων το πραγματοποιεί στην ελληνική αγορά (94,08%). Ως εκ τούτου το market premium risk του ομίλου θεωρείται ότι είναι το ασφάλιστρο κινδύνου της Ελλάδας που είναι **10,38%** με βάση τις τιμές που αναρτώνται στην ιστοσελίδα του καθηγητή A. Damodaran¹⁴².

Τα επιμέρους στοιχεία που συμμετέχουν στον υπολογισμό του WACC παρουσιάζονται στον ακόλουθο Πίνακα. Όπως παρατηρούμε ο συντελεστής β για την SPACE HELLAS A.E. υπολογίζεται σε -0,068 που δηλώνει ότι η απόδοση της μετοχής της ακολουθεί αντίθετη κατεύθυνση από την τάση του γενικού δείκτη στις μεταβολές του. Με την ενσωμάτωση των λειτουργικών μισθώσεων ο συντελεστής β διαμορφώνεται σε -0,079 γεγονός που οφείλεται στην αύξηση του δείκτη χρέους προς αγοραία αξία μετοχικού κεφαλαίου του ομίλου D/E, αφού οι δανειακές υποχρεώσεις προσαυξάνονται με την παρούσα αξία των λειτουργικών μισθώσεων. Με την σειρά του ο αρνητικός συντελεστής β επηρεάζει αρνητικά το κόστος ιδίων κεφαλαίων. Ωστόσο, η αρνητική αυτή διαφορά υπερκαλύπτεται από το κόστος δανεισμού και την αύξηση του χρέους οδηγώντας εντέλει σε αύξηση του μέσου σταθμικού κόστους κεφαλαίου από 1,13% σε 1,18% (αύξηση κατά **4,57%**).

¹⁴² Damodaran, Aswath. "Country Default Spreads and Risk Premiums, last updated: January 2018 ", The University of New York: Stern School of Business, http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datafile/ctryprem.html

Πίνακας 5.7.3

Υπολογισμός Μέσου Σταθμικού Κόστους Κεφαλαίου πριν και μετά την κεφαλαιοποίηση των λειτουργικών μισθώσεων

Estimate Weighted Average Cost of Capital (WACC)		
	Before Capitalization of OL	After Capitalization of OL
Beta	-0,068	-0,070
Unleverate Beta	-0,045	
Τρέχουσα Αξία Ιδίων Κεφαλαίων	25.438.728,20 €	25.438.728,20 €
Δανειακά Κεφάλαια	17.765.000,00 €	19.074.785,59 €
D/E	69,83%	74,98%
Φορολογικός Συντελεστής	29%	29%
Re (Κόστος Ιδίων Κεφαλαίων)	-0,33%	-0,35%
Rd (Κόστος Δανειακών Κεφαλαίων)	4,54%	4,54%
We	58,88%	57,15%
Wd	41,12%	42,85%
WACC	1,13%	1,18%

5.5.6 LOGISMOS ΣΥΣΤΗΜΑΤΑ ΠΛΗΡΟΦΟΡΙΚΗΣ Α.Ε.

Στον Πίνακα 5.8 παρουσιάζονται τα οικονομικά δεδομένα της εταιρείας LOGISMOS Α.Ε. που απαιτούνται για τους αναγκαίους υπολογισμούς της κεφαλαιοποίησης των λειτουργικών μισθώσεων.

Πίνακας 5.8
Οικονομικά Στοιχεία χρήσης 2017 LOGISMOS Α.Ε.

Λειτουργικές Μισθώσεις	118.612,72 €
Λειτουργικές Μισθώσεις 2016 ≤ 12 μηνών	35.786,40 €
Έντοκος Δανεισμός	47.931,64 €
Ίδια κεφάλαια	6.659.876,55 €
Χρεωστικοί Τόκοι	12.301,59 €
Χρηματοοικονομικά έξοδα	35.778,37 €
ΕΒΙΤ	160.408,60 €
Πωλήσεις	2.189.510,95 €
Σύνολο Ενεργητικού	8.272.524,84 €
Ταμειακά Διαθέσιμα και Ισοδύναμα	65.359,60 €
Βραχυπρόθεσμες Υποχρεώσεις	699.954,95 €

Η εταιρεία Logismos Α.Ε. στην οικονομική έκθεση του 2017 δεν παρουσιάζει μακροπρόθεσμα δάνεια στους ισολογισμούς της. Επομένως, το επιτόκιο προεξόφλησης των λειτουργικών μισθώσεων θα υπολογιστεί μέσω της συνθετικής αξιολόγησης με την βοήθεια του αρχείου excel, όπως παρουσιάζεται στο παράρτημα Ι. Στο τελικό επιτόκιο δανεισμού συνυπολογίζεται το επιτόκιο μηδενικού κινδύνου (0,427%) και το default spread της Ελλάδας (9,23%), καθώς η συγκεκριμένη εταιρεία δραστηριοποιείται μόνο στην εγχώρια αγορά. Το default spread βασισμένο στο credit rating (A1/A+) της εταιρείας υπολογίζεται σε 0,90% (Παράρτημα Ι). Συνολικά το επιτόκιο δανεισμού διαμορφώνεται σε **10,56%** (0,427% + 9,23% + 0,90%). Κάνοντας χρήση αυτού του επιτοκίου μέσω του αρχείου excel (Παράρτημα ΙΙ) υπολογίζεται η παρούσα αξία των λειτουργικών μισθώσεων η οποία ανέρχεται σε **90.926,77€** και η διάρκεια της μίσθωσης η οποία διαμορφώνεται σε 5 έτη. Με βάση αυτά τα δεδομένα γίνεται η αναπροσαρμογή του λειτουργικού εισοδήματος, των δανειακών υποχρεώσεων, του ενεργητικού και των χρηματοοικονομικών εξόδων και τόκων της εταιρείας. Όπως εμφανίζονται στον παρακάτω

Πίνακα το λειτουργικό εισόδημα προ φόρων και τόκων (EBIT) μετά την αναπροσαρμογή παρουσιάζει αύξηση **10,97%**. Τα χρηματοοικονομικά έξοδα αυξάνονται κατά **26,84%**, ενώ οι χρεωστικοί τόκοι παρουσιάζουν μεγάλη αύξηση της τάξεως των **78,05%**. Το χρέος της εταιρείας επίσης παρουσιάζει πολύ μεγάλη αύξηση **189,70%** και η αξία του ενεργητικού αυξάνεται μόλις κατά **1,10%**, Το επενδεδυμένο κεφάλαιο που συμμετέχει στον υπολογισμό του δείκτη ROIC αυξάνεται κατά **1,37%**.

Πίνακας 5.8.1

Προσαρμογή οικονομικών στοιχείων χρήσης 2017 μετά την κεφαλαιοποίηση των λειτουργικών μισθώσεων

Προσαρμογή Λειτουργικού Εισοδήματος	
Λειτουργικό Εισόδημα (EBIT)	160.408,60 €
Έξοδα Λειτουργικής Μίσθωσης τρέχουσας χρήσης (+)	35.786,40 €
Αποσβέσεις για μισθωμένα περιουσιακά στοιχεία (-)	18.185,35 €
Προσαρμοσμένο Λειτουργικό Εισόδημα (EBIT)	178.009,65 €
Μεταβολή (%)	10,97%
Απόσβεση Λειτουργικών Μισθώσεων	
Παρούσα Αξία Λειτουργικών Μισθώσεων	90.926,77 €
Διάρκεια Λειτουργικής Μίσθωσης (έτη)	5
Ετήσια Απόσβεση	18.185,35 €
Προσαρμογή Δανειακών Υποχρεώσεων	
Τωρινές Δανειακές Υποχρεώσεις	47.931,64 €
Παρούσα Αξία Λειτουργικών Μισθώσεων (+)	90.926,77 €
Προσαρμοσμένα Δανειακά Κεφάλαια	138.858,41 €
Μεταβολή (%)	189,70%
Προσαρμογή Επενδεδυμένου Κεφαλαίου	
Λογιστική Αξία Ιδίων Κεφαλαίων	6.659.876,55 €
Λογιστική Αξία Χρέους (+)	47.931,64 €
Ταμειακά Διαθέσιμα (-)	65.359,60 €
Λογιστική Αξία Επενδεδυμένου Κεφαλαίου	6.642.448,59 €
Παρούσα Αξία Λειτουργικών Μισθώσεων (+)	90.926,77 €
Προσαρμοσμένη Λογιστική Αξία Επενδεδυμένου Κεφαλαίου	6.733.375,36 €
Μεταβολή (%)	1,37%
Προσαρμογή Ενεργητικού	
Σύνολο Ενεργητικού	8.272.524,84 €
Παρούσα Αξία Λειτουργικών Μισθώσεων (+)	90.926,77 €
Προσαρμοσμένη Αξία Ενεργητικού	8.363.451,61 €
Μεταβολή (%)	1,10%
Προσαρμογή Τόκων	
Χρεωστικοί Τόκοι	12.301,59 €
Χρηματοοικονομικά Έξοδα	35.778,37 €
Παρούσα Αξία Λειτουργικών Μισθώσεων	90.926,77 €
Προ φόρων Κόστος Χρέους	10,56%
Καταλογισμένο έξοδο τόκου επί κεφαλαιοποιημένων μισθώσεων (PV Λειτουργικών Μισθώσεων*10,5570%)	9.601,87 €
Προσαρμοσμένοι Χρεωστικοί Τόκοι	21.903,46 €
Προσαρμοσμένα Χρηματοοικονομικά Έξοδα	45.380,24 €
Μεταβολή Χρεωστικών Τόκων (%)	78,05%
Μεταβολή Χρηματοοικονομικών Έξοδων (%)	26,84%

Στον ακόλουθο Πίνακα υπολογίζονται οι αριθμοδείκτες απόδοσης και χρέους της εταιρείας Logismos A.E. πριν και μετά την κεφαλαιοποίηση των λειτουργικών μισθώσεων. Ο δείκτης ROIC πριν την κεφαλαιοποίηση υπολογίζεται σε **1,71%**. Συγκρίνοντας τον δείκτη ROIC με το WACC (2,38%) της εταιρείας πριν την κεφαλαιοποίηση (Πίνακας 5.8.3.) βλέπουμε ότι η εταιρεία δεν δημιουργεί πρόσθετη αξία για τους δανειστές και τους μετόχους της αφού από την χρησιμοποίηση των ιδίων και ξένων κεφαλαίων της δημιουργεί απόδοση που υπολείπεται του μέσου σταθμικού κόστους κεφαλαίου της (ROIC<WACC). Μετά την ενσωμάτωση των λειτουργικών μισθώσεων τόσο το ROIC όσο και το WACC αυξάνονται κατά **9,47%** και **13,81%** αντίστοιχα. Συγκρίνοντας τα δύο μαζί (**1,88%<2,71%**) βλέπουμε ότι η επίδραση της κεφαλαιοποίησης των λειτουργικών μισθώσεων στους δύο δείκτες διευρύνει την μεταξύ τους αρνητική διαφορά. Η θετική μεταβολή του δείκτη ROIC με δεδομένο τον φορολογικό συντελεστή (29%) οφείλεται στην μεταβολή των λειτουργικών κερδών προ φόρων και τόκων (EBIT) η οποία υπερβαίνει κατά πολύ την μεταβολή του επενδεδυμένου κεφαλαίου της.

Ο δείκτης απόδοση ιδίων κεφαλαίων (ROE) της εταιρείας παρουσιάζει αύξηση της τάξεως του **6,42%** (1,87% → 1,99%) μετά την ενσωμάτωση των λειτουργικών μισθώσεων. Η αύξηση του δείκτη οφείλεται στην αναπροσαρμογή του λειτουργικού εισοδήματος προ φόρων, το οποίο αυξάνεται καθώς το τρέχον μίσθωμα (35.786,40€) είναι μεγαλύτερο από το άθροισμα των εξόδων τόκων επί μισθωμάτων και της ετήσιας απόσβεσης (27.787,22€).

Ο δείκτης απόδοση περιουσιακών στοιχείων (ROA) της εταιρείας εμφανίζει μικρή βελτίωση μετά την αναπροσαρμογή του ενεργητικού της και του λειτουργικού εισοδήματος προ φόρων από την ενσωμάτωση των λειτουργικών μισθωμάτων, από 1,51% σε 1,59% (αύξηση **5,26%**). Η θετική μεταβολή του δείκτη ROA προήλθε από την θετική μεταβολή του λειτουργικού εισοδήματος προ φόρων, η οποία υπερβαίνει κατά το αντίστοιχο ποσό την θετική μεταβολή του ενεργητικού της.

Η απόδοση του απασχολούμενου κεφαλαίου (ROCE) επίσης εμφανίζει θετική μεταβολή της τάξεως του **9,66%** (2,12% → 2,32%). Η θετική μεταβολή προέρχεται από την αναπροσαρμογή της αξίας του λειτουργικού εισοδήματος προ φόρων και τόκων (EBIT), η οποία υπερβαίνει την μεταβολή του απασχολούμενου κεφαλαίου (1,20%).

Ο δείκτης κάλυψης τόκων της εταιρείας παρουσιάζει επιδείνωση της τάξεως του **-37,67%** (13,04 → 8,13). Η σημαντική επιδείνωση του δείκτη οφείλεται στο ότι τα έξοδα

χρεωστικών τόκων μεταβάλλονται σημαντικά περισσότερο από την μεταβολή που παρατηρείται στα κέρδη προ φόρων και τόκων από την κεφαλαιοποίηση των λειτουργικών μισθωμάτων.

Ο δείκτης χρέους προς ίδια κεφάλαια (D/E) παρουσιάζει σημαντική επιβάρυνση της τάξεως του **189,70%**, (0,007 → 0,021). Ωστόσο, η σημαντική αυτή επιβάρυνση του δείκτη χρέους της εταιρείας δεν αποτυπώνεται σε απόλυτες τιμές, διότι η αναλογία δανείων προς ίδια κεφάλαια είναι ήδη πολύ χαμηλή. Κατά συνέπεια η αξιολόγηση του κινδύνου που αντιμετωπίζει η εταιρεία λόγω χρέους συνδέεται με τον προηγούμενο δείκτη και μπορεί να αξιολογηθεί στον βαθμό επηρεασμού των κερδών προ φόρων ως συνέπεια των πρόσθετων τόκων που καλείται να καταβάλει η εταιρεία, επηρεάζοντας κατά αυτόν τον τρόπο τα διανεμόμενα κέρδη στους μετόχους. Ο δείκτης συνολικής δανειακής επιβάρυνσης (D/A) όπως είναι αναμενόμενο παρουσιάζει και αυτός σημαντική επιδείνωση της τάξεως του **186,55%** (0,006 → 0,017).

Ο δείκτης λειτουργικού περιθωρίου κέρδους όπως είναι αναμενόμενο παρουσιάζει βελτίωση της τάξεως του **10,97%** (7,92% → 9,28%), η οποία οφείλεται στην θετική μεταβολή του λειτουργικού εισοδήματος προ φόρων και τόκων (EBIT) μετά την κεφαλαιοποίηση των λειτουργικών μισθώσεων.

Πίνακας 5.8.2

Υπολογισμός αριθμοδεικτών πριν και μετά την κεφαλαιοποίηση των λειτουργικών μισθώσεων

ROIC		ROA	
Λογιστική Αξία Επενδεδυμένου Κεφαλαίου	6.642.448,59 €	Λειτουργικό Εισόδημα (EBIT)	160.408,60 €
Λειτουργικό Εισόδημα (EBIT)	160.408,60 €	Χρηματοοικονομικά έξοδα	35.778,37 €
Φορολογικός Συντελεστής	29%	Σύνολο Ενεργητικού	8.272.524,84 €
ROIC	1,71%	ROA	1,51%
Προσαρμοσμένη Λογιστική Αξία Επενδεδυμένου Κεφαλαίου	6.733.375,36 €	Προσαρμοσμένο Λειτουργικό Εισόδημα (EBIT)	178.009,65 €
Προσαρμοσμένο Λειτουργικό Εισόδημα (EBIT)	178.009,65 €	Προσαρμοσμένα Χρηματοοικονομικά Έξοδα	45.380,24 €
Φορολογικός Συντελεστής	29%	Προσαρμοσμένη Αξία Ενεργητικού	8.363.451,61 €
Προσαρμοσμένο ROIC	1,88%	Προσαρμοσμένο ROA	1,59%
Μεταβολή (%)	9,47%	Μεταβολή (%)	5,26%
ROE		ROCE	
Λειτουργικό Εισόδημα (EBIT)	160.408,60 €	Λειτουργικό Εισόδημα (EBIT)	160.408,60 €
Χρηματοοικονομικά έξοδα	35.778,37 €	Σύνολο Ενεργητικού	8.272.524,84 €
Ίδια κεφάλαια	6.659.876,55 €	Βραχυπρόθεσμες Υποχρεώσεις	699.954,95 €
ROE	1,87%	ROCE	2,12%
Προσαρμοσμένο Λειτουργικό Εισόδημα (EBIT)	178.009,65 €	Προσαρμοσμένο Λειτουργικό Εισόδημα (EBIT)	178.009,65 €
Προσαρμοσμένα Χρηματοοικονομικά Έξοδα	45.380,24 €	Προσαρμοσμένη Αξία Ενεργητικού	8.363.451,61 €
Ίδια Κεφάλαια	6.659.876,55 €	Βραχυπρόθεσμες Υποχρεώσεις	699.954,95 €
Προσαρμοσμένο ROE*	1,99%	Προσαρμοσμένο ROCE	2,32%
Μεταβολή (%)	6,42%	Μεταβολή (%)	9,66%
Interest Coverage Ratio		D/E	
Λειτουργικό Εισόδημα (EBIT)	160.408,60 €	Δανειακές Υποχρεώσεις	47.931,64 €
Χρεωστικοί Τόκοι	12.301,59 €	Ίδια κεφάλαια	6.659.876,55 €
ICR	13,04	D/E	0,007
Προσαρμοσμένο Λειτουργικό Εισόδημα (EBIT)	178.009,65 €	Προσαρμοσμένα Δανειακά Κεφάλαια	138.858,41 €
Προσαρμοσμένοι Χρεωστικοί Τόκοι	21.903,46 €	Ίδια κεφάλαια	6.659.876,55 €
Προσαρμοσμένο ICR	8,13	Προσαρμοσμένο D/E	0,021
Μεταβολή (%)	-37,67%	Μεταβολή (%)	189,70%
Δείκτης Συνολικής Δανειακής Επιβάρυνσης		Operating Profit Margin	
Δανειακές Υποχρεώσεις	47.931,64 €	Λειτουργικό Εισόδημα (EBIT)	160.408,60 €
Σύνολο Ενεργητικού	8.272.524,84 €	Πωλήσεις	2.189.510,95 €
D/A	0,006	Operating Profit Margin	7,33%
Προσαρμοσμένα Δανειακά Κεφάλαια	138.858,41 €	Προσαρμοσμένο Λειτουργικό Εισόδημα (EBIT)	178.009,65 €
Προσαρμοσμένη Αξία Ενεργητικού	8.363.451,61 €	Πωλήσεις	2.189.510,95 €
D/A	0,017	Προσαρμοσμένο Operating Profit Margin	8,13%
Μεταβολή (%)	186,55%	Μεταβολή (%)	10,97%

Για τον υπολογισμό του μέσου σταθμικού κόστους κεφαλαίου (WACC) της LOGISMOS A.E. υπολογίζουμε αρχικά το συντελεστή β της μετοχής της ακολουθώντας την διαδικασία που περιγράφεται στην ενότητα 5.3. Εν συνεχεία βρίσκουμε το market premium risk της εταιρείας, το οποίο λόγω του γεγονότος ότι η εν λόγω εταιρεία δραστηριοποιείται μόνο στην εγχώρια αγορά είναι 10,38%. Με βάση αυτά τα δεδομένα υπολογίζουμε το κόστος ιδίων κεφαλαίων πριν και μετά την κεφαλαιοποίηση των λειτουργικών μισθώσεων όπως περιγράφεται στην ενότητα 5.3. Το κόστος δανεισμού πριν την κεφαλαιοποίηση του λειτουργικού μισθώματος υπολογίζεται με βάση την συνθετική αξιολόγηση μέσω του αρχείου excel όπως παρουσιάζεται στο Παράρτημα I.

Τα επιμέρους στοιχεία που συμμετέχουν στον υπολογισμό του WACC πριν και μετά την κεφαλαιοποίηση των λειτουργικών μισθώσεων παρουσιάζονται συγκεντρωτικά στον ακόλουθο Πίνακα. Όπως παρατηρούμε ο συντελεστής β για την εταιρεία υπολογίζεται σε 0,18 που δηλώνει ότι η απόδοση της μετοχής της μένει σχεδόν ανεπηρέαστη από την τάση του δείκτη μικρής και μεσαίας κεφαλαιοποίησης στις μεταβολές του. Με την ενσωμάτωση των λειτουργικών μισθώσεων ο συντελεστής β διαμορφώνεται σε 0,187 γεγονός που οφείλεται στην αύξηση του χρέους της εταιρείας $D > D_0$, αφού οι δανειακές υποχρεώσεις προσαυξάνονται με την παρούσα αξία των λειτουργικών μισθώσεων. Με την σειρά του ο προσαρμοσμένος συντελεστής β επηρεάζει αυξητικά το κόστος ιδίων κεφαλαίων (2,24% → 2,32%) γεγονός που συμβάλει στην αύξηση του μέσου σταθμικού κόστους κεφαλαίου από 2,38% σε 2,71% (αύξηση **13,81%**).

Πίνακας 5.8.3

Υπολογισμός Μέσου Σταθμικού Κόστους Κεφαλαίου πριν και μετά την κεφαλαιοποίηση των λειτουργικών μισθώσεων

Estimate Weighted Average Cost of Capital (WACC)		
	Before Capitalization of OL	After Capitalization of OL
Beta	0,180	0,187
Unleverate Beta	0,176	
Τρέχουσα Αξία Ιδίων Κεφαλαίων	1.668.480,00 €	1.668.480,00 €
Δανειακά Κεφάλαια	47.931,64 €	138.858,41 €
D/E	2,87%	8,32%
Φορολογικός Συντελεστής	29%	29%
Re (Κόστος Ιδίων Κεφαλαίων)	2,24%	2,32%
Rd (Κόστος Δανειακών Κεφαλαίων)	10,20%	10,56%
We	97,21%	92,32%
Wd	2,79%	7,68%
WACC	2,38%	2,71%

5.5.7 ENTERSOFT A.E.

Στον Πίνακα 5.9 εμφανίζονται τα οικονομικά στοιχεία των ενοποιημένων καταστάσεων του ομίλου ENTERSOFT A.E. για το 2017 που απαιτούνται για τους υπολογισμούς της κεφαλαιοποίησης των λειτουργικών μισθώσεων.

Πίνακας 5.9
Οικονομικά Στοιχεία χρήσης 2017 Ομίλου ENTERSOFT A.E.

Λειτουργικές Μισθώσεις	2.706.998,00 €
Λειτουργικές Μισθώσεις 2016 ≤ 12 μηνών	528.788,00 €
Έντοκος Δανεισμός	1.624.927,00 €
Ίδια κεφάλαια	9.039.399,00 €
Χρεωστικοί Τόκοι	82.183,00 €
Χρηματοοικονομικά έξοδα	205.972,00 €
EBIT	1.573.978,00 €
Πωλήσεις	11.791.567,00 €
Σύνολο Ενεργητικού	12.409.192,00 €
Ταμειακά Διαθέσιμα και Ισοδύναμα	2.871.682,00 €
Βραχυπρόθεσμες Υποχρεώσεις	2.992.708,00 €

Στην οικονομική έκθεση της εταιρείας ENTERSOFT A.E. του 2017 δεν προσδιορίζεται το μακροπρόθεσμο επιτόκιο δανεισμού του ομίλου. Ως εκ τούτου το επιτόκιο προεξόφλησης των λειτουργικών μισθώσεων θα εκτιμηθεί μέσω της συνθετικής μεθόδου με την βοήθεια του αρχείου excel λαμβάνοντας υπόψη την ύπαρξη των υποχρεώσεων λειτουργικών μισθώσεων, όπως παρουσιάζεται στο παράρτημα Ι. Το επιτόκιο μακροπρόθεσμου δανεισμού για τον όμιλο διαμορφώνεται σε **5,86%**. Το επιτόκιο αυτό προκύπτει από το άθροισμα του επιτοκίου μηδενικού κινδύνου (0,427%), του σταθμισμένου Default Spread αγοράς (4,54%) βάσει του ποσοστού των πωλήσεων που πραγματοποιεί η εταιρεία ανά γεωγραφικό τομέα όπως υπολογίζεται στον ακόλουθο Πίνακα και του Default Spread (0.90%) βάσει αξιολόγησης της πιστοληπτικής ικανότητας του ομίλου (A1/A+).

Πίνακας 5.9.1

Υπολογισμός σταθμισμένων Default Spread και Market Premium Risk με βάση τις πωλήσεις ανά γεωγραφικό τομέα

	Ελλάδα	Ευρωπαϊκή Ένωση	Τρίτες Χώρες (Dubai)		Σύνολο
Πωλήσεις	10.159.461,00 €	1.086.804,00 €	545.302,00 €		11.791.567,00 €
Συμμετοχή (%)	86,16%	9,22%	4,62%		100%
Default Spread	9,23%	2,19%	0,51%		
Σταθμισμένο Default Spread	7,95%	0,20%	0,02%		4,537%
Market Premium Risk	10,38%	2,46%	0,57%		
Σταθμισμένο Market Premium Risk	8,94%	0,23%	0,03%		5,102%
Country	GDP (in billions)	Moody's rating	Adj. Default Spread	Total Risk Premium	Country Risk Premium
Bulgaria	53,24	Baa2	1,95%	7,27%	2,19%
Romania	187,59	Baa3	2,26%	7,62%	2,54%
TOTAL	240,83	Weight	Adj. Default Spread	Total Risk Premium	Country Risk Premium
Bulgaria		22,11%	0,43%	1,61%	0,49%
Romania		77,89%	1,76%	5,93%	1,98%
TOTAL		100,00%	2,19%	7,54%	2,46%

Κάνοντας χρήση αυτού του επιτοκίου μέσω του αρχείου excel (Παράρτημα II) υπολογίζεται η παρούσα αξία των λειτουργικών μισθώσεων η οποία ανέρχεται σε **2.189.256,10€** και η διάρκεια της μίσθωσης η οποία διαμορφώνεται σε 7 έτη. Με βάση αυτά τα δεδομένα γίνεται η αναπροσαρμογή του λειτουργικού εισοδήματος, των δανειακών υποχρεώσεων, του ενεργητικού και των χρηματοοικονομικών εξόδων και τόκων του ομίλου. Όπως φαίνεται στον ακόλουθο Πίνακα μετά την κεφαλαιοποίηση των λειτουργικών μισθωμάτων, το λειτουργικό εισόδημα προ φόρων και τόκων (EBIT) παρουσιάζει αύξηση κατά **13,73%**. Τα χρηματοοικονομικά έξοδα και οι χρεωστικοί τόκοι παρουσιάζουν σημαντική αύξηση της τάξεως των **62,33%** και **156,21%** αντίστοιχα. Το χρέος της εταιρείας επίσης παρουσιάζει πολύ μεγάλη ποσοστιαία αύξηση της τάξεως του **134,73%** και η αξία του ενεργητικού αυξάνεται κατά **17,64%**, Το επενδεδυμένο κεφάλαιο που συμμετέχει στον υπολογισμό του δείκτη ROIC εμφανίζει ποσοστιαία αύξηση **28,09%**.

Πίνακας 5.9.2

Προσαρμογή οικονομικών στοιχείων χρήσης 2017 μετά την κεφαλαιοποίηση των λειτουργικών μισθώσεων

Προσαρμογή Λειτουργικού Εισοδήματος	
Λειτουργικό Εισόδημα (EBIT)	1.573.978,00 €
Έξοδα Λειτουργικής Μίσθωσης τρέχουσας χρήσης (+)	528.788,00 €
Αποσβέσεις για μισθωμένα περιουσιακά στοιχεία (-)	312.750,87 €
Προσαρμοσμένο Λειτουργικό Εισόδημα (EBIT)	1.790.015,13 €
Μεταβολή (%)	13,73%
Απόσβεση Λειτουργικών Μισθώσεων	
Παρούσα Αξία Λειτουργικών Μισθώσεων	2.189.256,10 €
Διάρκεια Λειτουργικής Μίσθωσης (έτη)	7
Ετήσια Απόσβεση	312.750,87 €
Προσαρμογή Δανειακών Υποχρεώσεων	
Τωρινές Δανειακές Υποχρεώσεις	1.624.927,00 €
Παρούσα Αξία Λειτουργικών Μισθώσεων (+)	2.189.256,10 €
Προσαρμοσμένα Δανειακά Κεφάλαια	3.814.183,10 €
Μεταβολή (%)	134,73%
Προσαρμογή Επενδεδυμένου Κεφαλαίου	
Λογιστική Αξία Ιδίων Κεφαλαίων	9.039.399,00 €
Λογιστική Αξία Χρέους (+)	1.624.927,00 €
Ταμειακά Διαθέσιμα (-)	2.871.682,00 €
Λογιστική Αξία Επενδεδυμένου Κεφαλαίου	7.792.644,00 €
Παρούσα Αξία Λειτουργικών Μισθώσεων (+)	2.189.256,10 €
Προσαρμοσμένη Λογιστική Αξία Επενδεδυμένου Κεφαλαίου	9.981.900,10 €
Μεταβολή (%)	28,09%
Προσαρμογή Ενεργητικού	
Σύνολο Ενεργητικού	12.409.192,00 €
Παρούσα Αξία Λειτουργικών Μισθώσεων (+)	2.189.256,10 €
Προσαρμοσμένη Αξία Ενεργητικού	14.598.448,10 €
Μεταβολή (%)	17,64%
Προσαρμογή Τόκων	
Χρεωστικοί Τόκοι	82.183,00 €
Χρηματοοικονομικά Έξοδα	205.972,00 €
Παρούσα Αξία Λειτουργικών Μισθώσεων	2.189.256,10 €
Προ φόρων Κόστος Χρέους	5,86%
Καταλογισμένο έξοδο τόκου επί κεφαλαιοποιημένων μισθώσεων (PV Λειτουργικών Μισθώσεων*5,8639%)	128.375,79 €
Προσαρμοσμένοι Χρεωστικοί Τόκοι	210.558,79 €
Προσαρμοσμένα Χρηματοοικονομικά Έξοδα	334.347,79 €
Μεταβολή Χρεωστικών Τόκων (%)	156,21%
Μεταβολή Χρηματοοικονομικών Έξοδων (%)	62,33%

Στον ακόλουθο Πίνακα 5.9.3 υπολογίζονται οι αριθμοδείκτες απόδοσης και χρέους της ENTERSOFT A.E. πριν και μετά την κεφαλαιοποίηση των λειτουργικών μισθώσεων. Ο δείκτης ROIC του ομίλου πριν την κεφαλαιοποίηση υπολογίζεται σε **14,34%**. Συγκρίνοντας τον δείκτη ROIC με το WACC (5,79%) του ομίλου πριν την κεφαλαιοποίηση (Πίνακας 5.9.4.) βλέπουμε ότι η εταιρεία επιτυγχάνει μια ικανοποιητική θετική απόδοση από την χρησιμοποίηση των ιδίων και ξένων κεφαλαίων της (ROIC>WACC). Μετά την ενσωμάτωση των λειτουργικών μισθώσεων το ROIC παρουσιάζει μείωση κατά **11,22%** ενώ το WACC αυξάνεται κατά **5,63%**. Συγκρίνοντας τα δύο μαζί (**12,73%>6,11%**) βλέπουμε ότι ο όμιλος παρά την επιδείνωση των δεικτών διατηρεί την ικανότητα να παράγει κέρδη από την χρήση των κεφαλαίων του σε βαθμό που ικανοποιείται η ελάχιστη απαιτούμενη απόδοση των επενδυτών μετά την ενσωμάτωση των λειτουργικών μισθωμάτων. Η αρνητική μεταβολή του ROIC με δεδομένο τον φορολογικό συντελεστή (29%) οφείλεται στη μεταβολή του επενδεδυμένου κεφαλαίου η οποία υπερβαίνει κατά πολύ την μεταβολή των λειτουργικών κερδών προ φόρων και τόκων (EBIT).

Ο δείκτης απόδοσης ιδίων κεφαλαίων (ROE) του ομίλου παρουσιάζει αύξηση της τάξεως του **6,41%** (15,13% → 16,10%) μετά την ενσωμάτωση των λειτουργικών μισθώσεων. Η αύξηση αυτή προέρχεται από την αναπροσαρμογή του λειτουργικού εισοδήματος προ φόρων αφού τα ίδια κεφάλαια όπως έχει αναφερθεί δεν μεταβάλλονται από την εν λόγω προσαρμογή. Η θετική μεταβολή του δείκτη ROE οφείλεται στο ότι το τρέχων μίσθωμα (528.788€) που προστίθεται στο λειτουργικό εισόδημα προ φόρων και τόκων του 2017 υπερβαίνει του συνόλου των εξόδων τόκων επί λειτουργικών μισθωμάτων και της ετήσια απόσβεσης (441.126,66€).

Ο δείκτης απόδοση περιουσιακών στοιχείων (ROA) του ομίλου εμφανίζει μείωση μετά την αναπροσαρμογή του ενεργητικού της και του λειτουργικού εισοδήματος προ φόρων, από 11,02% σε 9,97% (μείωση **-9,55%**). Η αρνητική μεταβολή του δείκτη ROA προήλθε από το γεγονός ότι η μεταβολή του ενεργητικού της υπερβαίνει κατά πολύ την μεταβολή του λειτουργικού εισοδήματος προ φόρων λόγω της μεγάλης ποσοστιαίας μεταβολής των χρηματοοικονομικών εξόδων.

Ο δείκτης απόδοσης του απασχολούμενου κεφαλαίου (ROCE) του ομίλου μετά την αναπροσαρμογή των ποσών παρουσιάζει αρνητική μεταβολή της τάξεως του **-7,73%** (16,72% → 15,42%). Η αρνητική μεταβολή προέρχεται από την αναπροσαρμογή της αξίας

του απασχολούμενου κεφαλαίου, η οποία υπερβαίνει την μεταβολή του λειτουργικού εισοδήματος προ φόρων και τόκων (EBIT).

Ο δείκτης κάλυψης τόκων του ομίλου παρουσιάζει σημαντική επιβάρυνση της τάξεως του **-55,61%** (19,15 → 8,50) κάτι που είναι αναμενόμενο, αφού οι χρεωστικοί τόκοι αυξάνονται υπέρμετρα σε σχέση με την αύξηση του λειτουργικού εισοδήματος προ φόρων και τόκων από την κεφαλαιοποίηση των λειτουργικών μισθώσεων.

Ο δείκτης χρέους προς ίδια κεφάλαια (D/E) παρουσιάζει σημαντική επιβάρυνση της τάξεως του **134,73%**, (0,41 → 0,56). Αυτή η θετική μεταβολή του δείκτη επιδρά αρνητικά στα εκτιμώμενα επίπεδα κινδύνου που αντιμετωπίζει η εταιρεία σχετικά με την δυνατότάτά της να αντλεί νέα κεφάλαια με χαμηλά επιτόκια δανεισμού, γεγονός που θα επηρεάσει αναπόφευκτα τα κέρδη προ φόρων ως αποτέλεσμα του πρόσθετου χρεωστικού τόκου που καλείται να καταβάλει η επιχείρηση. Ο δείκτης συνολικής δανειακής επιβάρυνσης (D/A) παρουσιάζει και αυτός σημαντική επιβάρυνση της τάξεως του **99,53%** (0,13 → 0,26).

Ο δείκτης λειτουργικού περιθωρίου κέρδους παρουσιάζει βελτίωση της τάξεως του **13,73%** (13,35% → 15,18%), η οποία προέρχεται αποκλειστικά από την αύξηση του λειτουργικού εισοδήματος προ φόρων και τόκων μετά την κεφαλαιοποίηση των λειτουργικών μισθώσεων.

Πίνακας 5.9.3

Υπολογισμός αριθμοδεικτών πριν και μετά την κεφαλαιοποίηση των λειτουργικών μισθώσεων

ROIC		ROA	
Λογιστική Αξία Επενδεδυμένου Κεφαλαίου	7.792.644,00 €	Λειτουργικό Εισόδημα (EBIT)	1.573.978,00 €
Λειτουργικό Εισόδημα (EBIT)	1.573.978,00 €	Χρηματοοικονομικά έξοδα	205.972,00 €
Φορολογικός Συντελεστής	29%	Σύνολο Ενεργητικού	12.409.192,00 €
ROIC	14,34%	ROA	11,02%
Προσαρμοσμένη Λογιστική Αξία Επενδεδυμένου Κεφαλαίου	9.981.900,10 €	Προσαρμοσμένο Λειτουργικό Εισόδημα (EBIT)	1.790.015,13 €
Προσαρμοσμένο Λειτουργικό Εισόδημα (EBIT)	1.790.015,13 €	Προσαρμοσμένα Χρηματοοικονομικά Έξοδα	334.347,79 €
Φορολογικός Συντελεστής	29%	Προσαρμοσμένη Αξία Ενεργητικού	14.598.448,10 €
Προσαρμοσμένο ROIC	12,73%	Προσαρμοσμένο ROA	9,97%
Μεταβολή (%)	-11,22%	Μεταβολή (%)	-9,55%
ROE		ROCE	
Λειτουργικό Εισόδημα (EBIT)	1.573.978,00 €	Λειτουργικό Εισόδημα (EBIT)	1.573.978,00 €
Χρηματοοικονομικά έξοδα	205.972,00 €	Σύνολο Ενεργητικού	12.409.192,00 €
Ίδια κεφάλαια	9.039.399,00 €	Βραχυπρόθεσμες Υποχρεώσεις	2.992.708,00 €
ROE	15,13%	ROCE	16,72%
Προσαρμοσμένο Λειτουργικό Εισόδημα (EBIT)	1.790.015,13 €	Προσαρμοσμένο Λειτουργικό Εισόδημα (EBIT)	1.790.015,13 €
Προσαρμοσμένα Χρηματοοικονομικά Έξοδα	334.347,79 €	Προσαρμοσμένη Αξία Ενεργητικού	14.598.448,10 €
Ίδια Κεφάλαια	9.039.399,00 €	Βραχυπρόθεσμες Υποχρεώσεις	2.992.708,00 €
Προσαρμοσμένο ROE*	16,10%	Προσαρμοσμένο ROCE	15,42%
Μεταβολή (%)	6,41%	Μεταβολή (%)	-7,73%
Interest Coverage Ratio		D/E	
Λειτουργικό Εισόδημα (EBIT)	1.573.978,00 €	Δανειακές Υποχρεώσεις	1.624.927,00 €
Χρεωστικοί Τόκοι	82.183,00 €	Ίδια κεφάλαια	9.039.399,00 €
ICR	19,15	D/E	0,18
Προσαρμοσμένο Λειτουργικό Εισόδημα (EBIT)	1.790.015,13 €	Προσαρμοσμένα Δανειακά Κεφάλαια	3.814.183,10 €
Προσαρμοσμένοι Χρεωστικοί Τόκοι	210.558,79 €	Ίδια κεφάλαια	9.039.399,00 €
Προσαρμοσμένο ICR	8,50	Προσαρμοσμένο D/E	0,42
Μεταβολή (%)	-55,61%	Μεταβολή (%)	134,73%
Δείκτης Συνολικής Δανειακής Επιβάρυνσης		Operating Profit Margin	
Δανειακές Υποχρεώσεις	1.624.927,00 €	Λειτουργικό Εισόδημα (EBIT)	1.573.978,00 €
Σύνολο Ενεργητικού	12.409.192,00 €	Πωλήσεις	11.791.567,00 €
D/A	0,13	Operating Profit Margin	13,35%
Προσαρμοσμένα Δανειακά Κεφάλαια	3.814.183,10 €	Προσαρμοσμένο Λειτουργικό Εισόδημα (EBIT)	1.790.015,13 €
Προσαρμοσμένη Αξία Ενεργητικού	14.598.448,10 €	Πωλήσεις	11.791.567,00 €
D/A	0,26	Προσαρμοσμένο Operating Profit Margin	15,18%
Μεταβολή (%)	99,53%	Μεταβολή (%)	13,73%

Για τον υπολογισμό του μέσου σταθμικού κόστους κεφαλαίου (WACC) υπολογίζεται ο συντελεστής β της εταιρείας με βάση την διαδικασία που περιγράφεται στην ενότητα 5.3 και εν συνεχεία το σταθμισμένο Market Premium Risk του ομίλου με βάση το ποσοστό των πωλήσεων ανά γεωγραφικό τομέα που πραγματοποιεί η εταιρεία όπως υπολογίζεται από τον Πίνακα 5.9.1 (MPR 5,10%). Με βάση αυτές τις δύο τιμές υπολογίζεται το κόστος ιδίων κεφαλαίων πριν και μετά την κεφαλαιοποίηση των λειτουργικών μισθώσεων, όπως περιγράφεται στην ενότητα 5.3. Το κόστος δανεισμού πριν την κεφαλαιοποίηση του λειτουργικού μισθώματος υπολογίζεται με βάση την συνθετική μέθοδο μέσω του αρχείου excel όπως παρουσιάζεται στο Παράρτημα I.

Τα επιμέρους στοιχεία που συμμετέχουν στον υπολογισμό του WACC παρουσιάζονται στον ακόλουθο Πίνακα. Ο συντελεστής β για την ENTERSOFT υπολογίζεται σε 1,11 που μας δείχνει ότι η τιμή της μετοχή της ακολουθεί επιθετικά την τάση του δείκτη της εναλλακτικής αγοράς στις μεταβολές του. Με την ενσωμάτωση των λειτουργικών μισθώσεων ο προσαρμοσμένος συντελεστής β της εταιρείας διαμορφώνεται σε 1,25 γεγονός που οφείλεται στην μεγάλη αύξηση του χρέους του ομίλου $D > D$ με την παρούσα αξία των λειτουργικών μισθώσεων. Με την σειρά του ο νέος συντελεστής β επηρεάζει αυξητικά το κόστος ιδίων κεφαλαίων (6,06% \rightarrow 6,78%) γεγονός που επιδρά στην αύξηση του μέσου σταθμικού κόστους κεφαλαίου από 5,79% σε 6,11% (αύξηση **5,63%**).

Πίνακας 5.9.4

Υπολογισμός Μέσου Σταθμικού Κόστους Κεφαλαίου πριν και μετά την κεφαλαιοποίηση των λειτουργικών μισθώσεων

Estimate Weighted Average Cost of Capital (WACC)		
	Before Capitalization of OL	After Capitalization of OL
Beta	1,11	1,25
Unleverate Beta	1,01	
Τρέχουσα Αξία Ιδίων Κεφαλαίων	11.140.000,00 €	11.140.000,00 €
Δανειακά Κεφάλαια	1.624.927,00 €	3.814.183,10 €
D/E	14,59%	34,24%
Φορολογικός Συντελεστής	29%	29%
Re (Κόστος Ιδίων Κεφαλαίων)	6,06%	6,78%
Rd (Κόστος Δανειακών Κεφαλαίων)	5,50%	5,86%
We	87,27%	74,49%
Wd	12,73%	25,51%
WACC	5,79%	6,11%

6. ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ ΕΡΕΥΝΑΣ - ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ

Ολοκληρώνοντας την εμπειρική έρευνα, τα αποτελέσματα της κεφαλαιοποίησης των λειτουργικών μισθώσεων στο δείγμα των εταιρειών του κλάδου Τ.Π.Ε. του Χ.Α.Α ταξινομούνται σε τρία αλληλένδετα επίπεδα μεταξύ τους : η επίδραση της κεφαλαιοποίησης των μη καταγεγραμμένων μισθώσεων στην κατάσταση οικονομικής θέσης των εταιρειών του δείγματος (ενεργητικό/παθητικό), η επίδραση της κεφαλαιοποίησης των λειτουργικών μισθωμάτων στα αποτελέσματα χρήσης των εταιρειών του δείγματος και η επίδραση της κεφαλαιοποίησης των λειτουργικών μισθώσεων επί των χρηματοοικονομικών δεικτών απόδοσης και χρέους. Τα αποτελέσματα δείχνουν επίσης την κατεύθυνση μεταβολής των χρηματοοικονομικών δεικτών μεταξύ θετικών και αρνητικών τιμών και τις μέσες μεταβολές του συνόλου των μεγεθών του δείγματος των εταιρειών που εξετάστηκαν.

➤ Επίδραση της κεφαλαιοποίησης των λειτουργικών μισθώσεων στον Ισολογισμό.

Τα αποτελέσματα του Πίνακα 5.10 δείχνουν ότι το συνολικό ποσό των μη καταγεγραμμένων υποχρεώσεων από μισθώσεις για τις εξεταζόμενες εταιρείες είναι σχεδόν 582 εκατ. ευρώ. Το ποσό αυτό είναι ίσο με το 6,89% του συνολικού ενεργητικού και το 24,56% των συνολικών υποχρεώσεων των εταιρειών του δείγματος. Αυτή η αλλαγή στη λογιστική αντιμετώπιση των λειτουργικών μισθώσεων θα δημιουργήσει μία αύξηση στα κατώτατα όρια που καταγράφονται στους Ισολογισμούς των εταιρειών του δείγματος. Είναι ενδεικτικό της έκτασης της χρηματοδότησης με ποσά εκτός ισολογισμού που υπάρχει σήμερα μέσω λειτουργικών μισθώσεων για τις εταιρείες του κλάδου. Η σύγκριση των αποτελεσμάτων μεταξύ συνολικών στοιχείων ενεργητικού και συνολικών υποχρεώσεων των εταιρειών του δείγματος έδειξε ότι η μέση ποσοστιαία αύξηση των συνολικών υποχρεώσεων (84,63%) είναι πολύ υψηλότερη σε σχέση με τη μέση ποσοστιαία αύξηση του συνόλου των στοιχείων του ενεργητικού (7,58%).

Πίνακας 5.10

Συγκεντρωτικά αποτελέσματα μεταβολής ενεργητικού και χρέους των εταιρειών του κλάδου
Τ.Π.Ε. πριν και μετά την κεφαλαιοποίηση των λειτουργικών μισθώσεων

	ΣΥΝΟΛΟ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟΥ			ΔΑΝΕΙΣΜΟΣ		
	Stated	Adjusted	ΜΕΤΑΒΟΛΗ %	Stated	Adjusted	ΜΕΤΑΒΟΛΗ%
Ο.Τ.Ε. Α.Ε.	7.102.200.000,00 €	7.614.027.440,87 €	7,21%	2.040.700.000,00 €	2.552.527.440,87 €	25,08%
INTRAKOM Α.Ε.	789.552.000,00 €	812.486.340,47 €	2,90%	243.488.000,00 €	266.422.340,47 €	9,42%
ΠΛΑΙΣΙΟ Α.Ε.Β.Ε.	154.999.000,00 €	179.449.473,54 €	15,77%	12.877.000,00 €	37.327.473,54 €	189,88%
QUEST Α.Ε.	326.609.000,00 €	345.626.303,80 €	5,82%	52.447.000,00 €	71.464.303,80 €	36,26%
SPACE Α.Ε.	50.699.000,00 €	52.008.785,59 €	2,58%	17.765.000,00 €	19.074.785,59 €	7,37%
LOGISMOS Α.Ε.	8.272.524,84 €	8.363.451,61 €	1,10%	47.931,64 €	138.858,41 €	189,70%
ENTERSOFT Α.Ε.	12.409.192,00 €	14.598.448,10 €	17,64%	1.624.927,00 €	3.814.183,10 €	134,73%
ΣΥΝΟΛΑ	8.444.740.716,84 €	9.026.560.243,98 €	6,89%	2.368.949.858,64 €	2.950.769.385,78 €	24,56%
ΔΙΑΦΟΡΑ	581.819.527,14 €			581.819.527,14 €		
ΜΕΣΟΣ ΟΡΟΣ			7,58%			84,63%

Τα ευρήματα επίσης του παραπάνω Πίνακα δείχνουν ότι η κεφαλαιοποίηση των λειτουργικών μισθώσεων θα έχει την μεγαλύτερη επίδραση στο σύνολο ενεργητικού των εταιρειών Entersoft Α.Ε. και Πλαίσιο Α.Ε. παρουσιάζοντας ποσοστιαία αύξηση 17,64% και 15,77% αντίστοιχα, ενώ την μικρότερη επίδραση δέχονται οι εταιρείες Logismos Α.Ε. (1,10%) και Space Α.Ε. (2,58%) γεγονός που οφείλεται στο ύψος του ενεργητικού των επιχειρήσεων σε σχέση με το ύψος των λειτουργικών μισθώσεων σε όρους παρούσας αξίας. Στο σκέλος των δανειακών υποχρεώσεων τον μεγαλύτερο αντίκτυπο από την κεφαλαιοποίηση των λειτουργικών μισθωμάτων δέχονται οι εταιρείες Πλαίσιο Α.Ε. (189,88%), Logismos Α.Ε. (189,70%) και Entersoft Α.Ε. (134,73%) με ποσοστιαίες μεταβολές που ξεπερνούν τις τωρινές τους δανειακές υποχρεώσεις. Ειδικότερα για την εταιρεία Logismos Α.Ε. η πολύ μεγάλη επιβάρυνση των συνολικών υποχρεώσεων οφείλεται στο γεγονός ότι παρουσιάζει πολύ χαμηλό χρέος στον ισολογισμό της πριν την ενσωμάτωση της παρούσας αξίας των λειτουργικών μισθωμάτων. Την μικρότερη επιβάρυνση στο χρέος της παρουσιάζει η εταιρεία Space Α.Ε. με ποσοστιαία αύξηση μόλις 7,37%.

➤ Επίδραση της κεφαλαιοποίησης των λειτουργικών μισθώσεων στα αποτελέσματα χρήσης.

Τα αποτελέσματα του Πίνακα 5.11 δείχνουν ότι με την κεφαλαιοποίηση των λειτουργικών μισθώσεων το συνολικό λειτουργικό κέρδος προ φόρων και τόκων των εξεταζόμενων εταιρειών του κλάδου Τ.Π.Ε. αυξάνεται κατά 15,85%, που σε απόλυτους αριθμούς αντιστοιχεί περίπου σε 56,9 εκατ. ευρώ, ενώ τα συνολικά χρηματοοικονομικά έξοδα αυξάνονται κατά 22,01% που αντιστοιχεί σε περίπου 34,2 εκατ. ευρώ. Αντίστοιχα τα συνολικά κέρδη προ φόρων αυξάνονται κατά 11,17% που αντιστοιχεί σε 22,9 εκατ. ευρώ.

Στο σύνολο των εξεταζόμενων εταιρειών του δείγματος το λειτουργικό εισόδημα προ φόρων και τόκων παρουσιάζει θετική μεταβολή, με μέση ποσοστιαία αύξηση της τάξεως του 11,93%. Την μεγαλύτερη επίδραση στα λειτουργικά κέρδη προ φόρων και τόκων εμφανίζουν οι εταιρείες Πλαίσιο Α.Ε. και Ο.Τ.Ε. Α.Ε., με ποσοστιαία αύξηση 29,26% και 17,19% αντίστοιχα. Την μικρότερη επίδραση στο λειτουργικό εισόδημα προ φόρων και τόκων παρουσιάζει η εταιρεία Quest Α.Ε. (2,49%). Γενικότερα, η έκταση και η κατεύθυνση της μεταβολής του λειτουργικού εισοδήματος εξαρτάται από το ύψος του τρέχοντος μισθώματος σε σχέση με την ετήσια απόσβεση και το αρχικό EBIT. Όσο μεγαλύτερη ετήσια απόσβεση καταλογίζεται στα αποτελέσματα χρήσης (μικρότερη διάρκεια μίσθωσης), τόσο μικρότερη η θετική μεταβολή των λειτουργικών κερδών και αντιστρόφως όσο μεγαλύτερο είναι το τρέχων μίσθωμα σε σχέση με την ετήσια απόσβεση και το ύψος του αρχικού EBIT τόσο μεγαλύτερη αύξηση εμφανίζουν τα λειτουργικά κέρδη μετά την κεφαλαιοποίηση των λειτουργικών μισθωμάτων.

Τα αποτελέσματα στον Πίνακα 5.11 δείχνουν επίσης ότι η κεφαλαιοποίηση των λειτουργικών μισθώσεων είχε αρνητική επίδραση στα κέρδη προ φόρων τριών (3) από τις επτά (7) εξεταζόμενες εταιρείες του κλάδου με πιο σημαντική αρνητική επιρροή στα κέρδη της εταιρείας Quest Α.Ε., τα οποία παρουσίασαν μείωση της τάξεως του -10,33%. Η μείωση αυτή των κερδών της εταιρείας οφείλεται εν μέρει στην πολύ μικρή αύξηση που παρουσίασαν τα λειτουργικά της κέρδη προ φόρων και τόκων σε συνδυασμό με την σημαντική αύξηση των χρηματοοικονομικών της εξόδων (47,83%), λόγω του υψηλού εκτιμώμενου επιτοκίου προεξόφλησης των λειτουργικών μισθώσεων και του ύψους αυτών. Στην περίπτωση της εταιρείας Πλαίσιο Α.Ε. η μείωση των κερδών της προ φόρων αγγίζει το 8,19%, γεγονός που οφείλεται στην πολύ μεγάλη αύξηση των χρηματοοικονομικών της εξόδων (187,81%) λόγω του πολύ υψηλού επιτοκίου και των υψηλών λειτουργικών μισθωμάτων που υπερκαλύπτουν την θετική μεταβολή του λειτουργικού της εισοδήματος

(29,26%). Την μικρότερη αρνητική επίδραση στα κέρδη της προ φόρων (-3,84%) καταγράφει η εταιρεία Intrakom A.E., ωστόσο λόγω του χαμηλού μέσου επιτοκίου δανεισμού της, των υψηλών λειτουργικών μισθωμάτων και των υψηλών χρηματοοικονομικών εξόδων που παρουσιάζει η εταιρεία, θα μπορούσαμε να πούμε ότι η εκτίμηση της ποσοστιαίας μείωσης των κερδών της είναι αρκετά συντηρητική. Από τις εταιρείες του δείγματος, των οποίων τα κέρδη προ φόρων εμφανίζουν θετική μεταβολή, την μεγαλύτερη ποσοστιαία αύξηση από την κεφαλαιοποίηση των λειτουργικών μισθώσεων παρουσιάζουν οι εταιρείες Ο.Τ.Ε. Α.Ε. και Space A.E. που φτάνει το ύψος του 14,26% και 7,90% αντίστοιχα, γεγονός που οφείλεται στην μεγαλύτερη αύξηση του λειτουργικού τους εισοδήματος προ φόρων και τόκων σε σχέση με την αύξηση που παρουσιάζουν τα έξοδα τόκων από την κεφαλαιοποίηση των λειτουργικών μισθώσεων, εξαιτίας του χαμηλού επιτοκίου προεξόφλησης αυτών. Γενικότερα, μπορούμε να συμπεράνουμε από τα αποτελέσματα του παρακάτω Πίνακα ότι η κατεύθυνση μεταβολής των κερδών προ φόρων εξαρτάται από το εάν το τρέχων μίσθωμα υπερβαίνει του συνόλου των καταλογισθέντων εξόδων τόκων επί της λειτουργικής μίσθωσης και της ετήσια απόσβεσης, ενώ η έκταση της θετικής ή αρνητικής μεταβολής εξαρτάται από το ύψος του τρέχοντος μισθώματος σε σχέση με το υφιστάμενο λειτουργικό εισόδημα προ φόρων και τόκων και από το ύψος και την χρονική κατάτμηση (απόσβεση) των υποχρεώσεων λειτουργικών μισθώσεων που ενσωματώνονται και του επιτοκίου υπολογισμού της παρούσας αξίας αυτών σε σχέση με το ύψος των υφιστάμενων χρηματοοικονομικών εξόδων πριν την κεφαλαιοποίηση. Επίσης όπως προκύπτει από τα αποτελέσματα του παρακάτω πίνακα η σύγκριση μεταξύ των αποτελεσμάτων λειτουργικού εισοδήματος προ φόρων και τόκων και χρηματοοικονομικών εξόδων των εταιρειών του δείγματος έδειξε ότι η μέση ποσοστιαία αύξηση των χρηματοοικονομικών εξόδων (64,80%) είναι πολύ υψηλότερη από την μέση ποσοστιαία αύξηση του λειτουργικού τους εισοδήματος (11,93%), που όπως εξηγήθηκε πιο πάνω επηρεάζεται σε σημαντικό βαθμό από το επιτόκιο υπολογισμού της παρούσας αξίας των λειτουργικών μισθωμάτων και το ύψος αυτών.

Πίνακας 5.11

Συγκεντρωτικά αποτελέσματα μεταβολής αποτελεσμάτων χρήσης των εταιρειών του κλάδου
Τ.Π.Ε. πριν και μετά την κεφαλαιοποίηση των λειτουργικών μισθώσεων

	EBIT			ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΑ ΕΞΟΔΑ			ΚΕΡΔΗ ΠΡΟ ΦΟΡΩΝ		
	Stated	Adjusted	ΜΕΤΑΒΟΛΗ %	Stated	Adjusted	ΜΕΤΑΒΟΛΗ%	Stated	Adjusted	ΜΕΤΑΒΟΛΗ %
Ο.Τ.Ε. Α.Ε.	305.500.000,00 €	358.030.284,35 €	17,19%	131.000.000,00 €	158.638.681,81 €	21,10%	174.500.000,00 €	199.391.602,54 €	14,26%
INTRAKOM Α.Ε.	21.217.000,00 €	22.242.565,95 €	4,83%	17.051.000,00 €	18.236.705,40 €	6,95%	4.166.000,00 €	4.005.860,55 €	-3,84%
ΠΛΑΙΣΙΟ Α.Ε.Β.Ε.	8.693.000,00 €	11.236.280,72 €	29,26%	1.404.000,00 €	4.544.111,73 €	223,65%	7.289.000,00 €	6.692.163,37 €	-8,19%
QUEST Α.Ε.	18.595.000,00 €	19.058.837,03 €	2,49%	3.520.000,00 €	5.540.353,66 €	57,40%	15.075.000,00 €	13.518.483,36 €	-10,33%
SPACE Α.Ε.	3.772.000,00 €	3.962.042,88 €	5,04%	2.120.000,00 €	2.179.464,27 €	2,80%	1.652.000,00 €	1.782.578,62 €	7,90%
LOGISMOS Α.Ε.	160.408,60 €	178.009,65 €	10,97%	35.778,37 €	45.380,24 €	26,84%	124.630,23 €	132.629,41 €	6,42%
ENTERSOFT Α.Ε.	1.573.978,00 €	1.790.015,13 €	13,73%	205.972,00 €	334.347,79 €	62,33%	1.368.006,00 €	1.455.667,34 €	6,41%
ΣΥΝΟΛΑ	359.511.386,60 €	416.498.035,70 €	15,85%	155.336.750,37 €	189.519.044,89 €	22,01%	204.174.636,23 €	226.978.985,19 €	11,17%
ΜΕΣΟΣ ΟΡΟΣ	56.986.649,10 €		11,93%			52,88%			1,81%

➤ Επίδραση της κεφαλαιοποίησης των λειτουργικών μισθώσεων στους χρηματοοικονομικούς δείκτες απόδοσης και χρέους

Η προσαρμογή των οικονομικών δεδομένων στην κατάσταση αποτελεσμάτων χρήσης και στα στοιχεία του ισολογισμού από την κεφαλαιοποίηση των λειτουργικών μισθώσεων επηρεάζουν αναπόφευκτα και τους αριθμοδείκτες αποδοτικότητας και χρέους των εξεταζόμενων εταιρειών. Η επεξεργασία των δεδομένων οδήγησε στα συγκεντρωτικά αποτελέσματα του Πίνακα 5.12, τα οποία μας δείχνουν ότι η κεφαλαιοποίηση των λειτουργικών μισθώσεων επηρεάζει με διαφορετικό τρόπο τους δείκτες αποδοτικότητας των εταιρειών του δείγματος, ενώ αντιθέτως η κατεύθυνση των δεικτών που σχετίζονται με το χρέος και το κόστος χρησιμοποιούμενων κεφαλαίων παρουσιάζουν επιδείνωση για το σύνολο των εξεταζόμενων εταιρειών. Εξάιρεση αποτελεί ο δείκτης περιθωρίου λειτουργικού κέρδους, ο οποίος εμφανίζει βελτιωμένη εικόνα για το σύνολο των εταιρειών του δείγματος, που οφείλεται στην βελτίωση του λειτουργικού εισοδήματος (Πίνακας 5.11).

Πίνακας 5.12

Συγκεντρωτικά αποτελέσματα αριθμοδεικτών των εταιρειών του κλάδου Τ.Π.Ε. πριν και μετά την κεφαλαιοποίηση των λειτουργικών μισθώσεων

ΕΤΑΙΡΕΙΑ	Ο.Τ.Ε. Α.Ε.		INTRAKOM Α.Ε.		ΠΛΑΙΣΙΟ Α.Ε.Β.Ε.		QUEST Α.Ε.		SPACE Α.Ε.		LOGISMOS Α.Ε.		ENTERSOFT Α.Ε.	
	Stated	Adjusted	Stated	Adjusted	Stated	Adjusted	Stated	Adjusted	Stated	Adjusted	Stated	Adjusted	Stated	Adjusted
ROIC	6,51%	6,61%	4,12%	4,07%	11,58%	10,26%	9,91%	8,89%	10,82%	10,80%	1,71%	1,88%	14,34%	12,73%
Μεταβολή (%) /Direction	1,59%	↑	-1,36%	↓	-11,38%	↓	-10,31%	↓	-0,24%	↓	9,47%	↑	-11,22%	↓
ROE	6,74%	7,70%	1,54%	1,48%	8,07%	7,41%	11,71%	10,50%	11,26%	12,15%	1,87%	1,99%	15,13%	16,10%
Μεταβολή (%) /Direction	14,26%	↑	-3,84%	↓	-8,19%	↓	-10,33%	↓	7,90%	↑	6,42%	↑	6,41%	↑
ROA	2,46%	2,62%	0,53%	0,49%	4,70%	3,73%	4,62%	3,91%	3,26%	3,43%	1,51%	1,59%	11,02%	9,97%
Μεταβολή (%) /Direction	6,58%	↑	-6,56%	↓	-20,70%	↓	-15,26%	↓	5,19%	↑	5,26%	↑	-9,55%	↓
ROCE	5,94%	6,33%	5,09%	5,06%	8,21%	8,62%	9,76%	9,09%	14,89%	14,87%	2,12%	2,32%	16,72%	15,42%
Μεταβολή (%) /Direction	6,59%	↑	-0,64%	↓	5,02%	↑	-6,81%	↓	-0,12%	↓	9,66%	↑	-7,73%	↓
ICR	2,19	2,14	1,01	1,00	5,20	2,34	4,40	3,05	1,74	1,78	13,04	8,13	19,15	8,50
Μεταβολή (%) /Direction	-2,20%	↓	-0,77%	↓	-55,09%	↓	-30,67%	↓	2,23%	↑	-37,67%	↓	-55,61%	↓
Debt/Equity	0,79	0,99	0,90	0,99	0,14	0,41	0,41	0,56	1,21	1,30	0,007	0,021	0,18	0,42
Μεταβολή (%) /Direction	25,08%	↑	9,42%	↑	189,88%	↑	36,26%	↑	7,37%	↑	189,70%	↑	134,73%	↑
Dept/Assets	0,29	0,34	0,31	0,33	0,08	0,21	0,16	0,21	0,35	0,37	0,006	0,017	0,13	0,26
Μεταβολή (%) /Direction	16,67%	↑	6,33%	↑	150,38%	↑	28,76%	↑	4,67%	↑	186,55%	↑	99,53%	↑
Operating Margin	7,92%	9,28%	5,34%	5,60%	3,04%	3,93%	4,26%	4,37%	6,32%	6,64%	7,33%	8,13%	13,35%	15,18%
Μεταβολή (%) /Direction	17,19%	↑	4,83%	↑	29,26%	↑	2,49%	↑	5,04%	↑	10,97%	↑	13,73%	↑
WACC	4,45%	4,56%	4,32%	4,38%	4,48%	5,99%	4,58%	4,70%	1,13%	1,18%	2,39%	2,71%	5,79%	6,11%
Μεταβολή (%) /Direction	2,55%	↑	1,29%	↑	33,80%	↑	2,58%	↑	4,57%	↑	13,47%	↑	5,63%	↑

Ειδικότερα, ο δείκτης αποδοτικότητας επενδεδυμένου κεφαλαίου (ROIC) εμφανίζει επιδείνωση για το σύνολο των εταιρειών του δείγματος με εξαίρεση τις εταιρείες Ο.Τ.Ε. Α.Ε. και Logismos Α.Ε. Η διαφοροποίηση αυτή στον δείκτη ROIC των δύο εν λόγω εταιρειών όπως εξηγήθηκε οφείλεται στην μεγαλύτερη θετική μεταβολή που παρουσίασε το λειτουργικό τους εισόδημα προ φόρων και τόκων σε σχέση με την μεταβολή του επενδεδυμένου κεφαλαίου. Σχετικά με την έκταση της μεταβολής του δείκτη ROIC, στην περίπτωση της Logismos Α.Ε. η θετική μεταβολή του δείκτη κατά 9,47% έναντι αυτής της εταιρείας Ο.Τ.Ε. Α.Ε. (μόλις 1,59%) οφείλεται στο πολύ μικρό χρέος που παρουσιάζει η εταιρεία Logismos Α.Ε. σε σχέση με τα ίδια κεφάλαια (μόλις 0,72%), γεγονός που η

δραστική αύξηση του χρέους της κατά 189,70%, μετέβαλλε το επενδεδυμένο κεφάλαιο της μόλις κατά 1,37%, σε σχέση με την μεταβολή του EBIT που έφτασε το 10,97%. Στην περίπτωση των εταιρειών που εμφανίζουν επιδείνωση του δείκτη ROIC, όπως φαίνεται και στον παραπάνω Πίνακα την μεγαλύτερη αρνητική επίδραση δέχονται οι εταιρείες Πλαίσιο A.E. και Entersoft A.E. (-11,38% και -11,22% αντίστοιχα), που οφείλεται κατά κύριο λόγο στον υπερδιπλασιασμό του χρέους τους μετά την ενσωμάτωση της παρούσας αξίας των λειτουργικών μισθωμάτων (189,88% και 134,73% αντίστοιχα), η οποία υπερκέρασε την όποια θετική μεταβολή του EBIT. Αντιθέτως, στην περίπτωση της εταιρείας Quest A.E. η επιδείνωση του δείκτη κατά -10,31% οφείλεται κατά κύριο λόγο στην πολύ μικρή ποσοστιαία αύξηση του λειτουργικού της εισοδήματος (2,49%).

Ο δείκτης ROE που μετρά την απόδοση ιδίων κεφαλαίων των εταιρειών, εμφανίζει βελτίωση για τέσσερις (4) από τις επτά (7) εταιρείες του δείγματος και εξαρτάται από την κατεύθυνση και την έκταση μεταβολής των κερδών προ φόρων (Πίνακας 5.11), αφού τα ίδια κεφάλαια δεν επηρεάζονται από τις παραπάνω προσαρμογές. Από την επεξεργασία των δεδομένων η μεγαλύτερη ποσοστιαία θετική μεταβολή παρατηρείται στην εταιρεία O.T.E A.E. (14,26%) και ακολουθεί η εταιρεία Space A.E.(7,90%), ενώ την μεγαλύτερη αρνητική επίδραση στον δείκτη από την κεφαλαιοποίηση των λειτουργικών μισθωμάτων δέχονται οι εταιρείες Quest A.E. και Πλαίσιο A.E. με ποσοστό μείωσης της τάξεως του 10,33% και 8,19% αντίστοιχα.

Ο δείκτης απόδοσης ενεργητικού (ROA) παρουσιάζει επιδείνωση σε τέσσερις από τις επτά εξεταζόμενες εταιρείες του δείγματος, με μεγαλύτερη αρνητική επίδραση στον δείκτη της εταιρείας Πλαίσιο A.E. κατά -20,70%, η οποία οφείλεται αφενός στην αρνητική μεταβολή των κερδών προ φόρων (-8,19%) και αφετέρου στην σημαντική αύξηση του ποσοστού του ενεργητικού της (15,77%). Ενδιαφέρον παρουσιάζει η κατεύθυνση του δείκτη ROA στην περίπτωση της εταιρείας Entersoft A.E, ο οποίος μεταβάλλεται κατά -9,55% (11,02% → 9,97%) παρά το ότι τα κέρδη προ φόρων παρουσιάζουν θετική μεταβολή (6,41%), γεγονός που οφείλεται στη σημαντική αύξηση του ενεργητικού της από την κεφαλαιοποίηση της παρούσας αξίας των λειτουργικών μισθώσεων κατά 17,64%, η οποία υπερκαλύπτει την θετική μεταβολή των κερδών προ φόρων. Σημαντική επίσης αρνητική επίδραση δέχεται και ο δείκτης ROA της εταιρείας Quest A.E κατά -15,26%, η οποία οφείλεται όπως και στην περίπτωση της εταιρείας Πλαίσιο A.E. στον συνδυασμό αρνητικής μεταβολής κερδών προ φόρων (-10,33%) και αύξησης του ενεργητικού της σε

πολύ μικρότερο όμως βαθμό (5,82%). Από τις εταιρείες του δείγματος, των οποίων ο δείκτης ROA εμφανίζει βελτίωση, την μεγαλύτερη ποσοστιαία αύξηση παρουσιάζει η εταιρεία Ο.Τ.Ε. Α.Ε. που φτάνει το 6,58% (2,46% → 2,62%) και ακολουθούν οι εταιρείες Logismos Α.Ε. και Space Α.Ε. με ποσοστιαία αύξηση 5,26% και 5,19% αντίστοιχα, γεγονός που οφείλεται στην μεγαλύτερη μεταβολή των κερδών προ φόρων (Πίνακας 5.11) σε σχέση με την ποσοστιαία αύξηση που παρουσιάζει το ενεργητικό τους (Πίνακας 5.10).

Ο τέταρτος δείκτης μέτρησης της αποδοτικότητας των εταιρειών του δείγματος που εξετάστηκε είναι ο δείκτης απόδοσης απασχολούμενου κεφαλαίου (ROCE). Σύμφωνα με τα αποτελέσματα του Πίνακα 5.12, ο δείκτης ROCE εμφανίζει βελτίωση σε τρεις από τις επτά εξεταζόμενες εταιρείες του δείγματος. Την μεγαλύτερη θετική επιρροή από την κεφαλαιοποίηση των λειτουργικών μισθώσεων δέχεται ο δείκτης ROCE της εταιρείας Logismos Α.Ε. που φτάνει το ύψος του 9,66%, η οποία εξηγείται από την πολύ μεγαλύτερη θετική μεταβολή του λειτουργικού της εισοδήματος (10,97%) σε σχέση με την πολύ μικρή αύξηση του ενεργητικού της (1,10%). Ακολουθούν οι εταιρείες Ο.Τ.Ε. Α.Ε. και Πλαίσιο Α.Ε. με ποσοστιαία αύξηση 6,59% και 5,02% αντίστοιχα. Την μεγαλύτερη αρνητική επίδραση στον δείκτη ROCE εμφανίζει η εταιρεία Entersoft Α.Ε. (-7,73%), η οποία παρά το γεγονός ότι παρουσιάζει το υψηλότερο ποσοστό αύξησης του λειτουργικού της εισοδήματος από όλες τις εταιρείες του δείγματος (17,64% - Πίνακας 5.11) η μεταβολή του απασχολούμενου κεφαλαίου της φτάνει το 23,25%. Ακολουθεί η εταιρεία Quest Α.Ε. με ποσοστιαία μείωση του δείκτη ROCE κατά 6,81% (9,76% → 9,09%).

Ο δείκτης κάλυψης τόκων ή επιτοκίου παρουσιάζει επιδείνωση για το σύνολο των εταιρειών του δείγματος, με εξαίρεση τον δείκτη της εταιρείας Space Α.Ε., ο οποίος εμφανίζει μικρή βελτίωση (2,23%), η οποία οφείλεται στον μικρό αντίκτυπο που έχει η κεφαλαιοποίηση των λειτουργικών μισθώσεων στην αύξηση των χρεωστικών της τόκων (2,75%) σε σχέση με την εξίσου πολύ μικρή αλλά σημαντικότερη βελτίωση που παρουσιάζει το λειτουργικό της εισόδημα (5,04%). Η μέση αρνητική μεταβολή του δείκτη κάλυψης επιτοκίου φτάνει το -25,68%, με το μεγαλύτερο αρνητικό αντίκτυπο στον δείκτη να δέχονται οι εταιρείες Entersoft Α.Ε. και Πλαίσιο Α.Ε. που φτάνει το ύψος του -55,61% (19,15 → 8,50) και -55,09% (5,20 → 2,34) αντίστοιχα και ακολουθούν οι εταιρείες Logismos Α.Ε. (37,67%) και Quest Α.Ε. (30,67%) με μικρότερη αρνητική επίδραση στον δείκτη. Πολύ μικρά ποσοστά μείωσης του δείκτη κάλυψης τόκων εμφανίζουν οι εταιρείες Intrakom Α.Ε. (-0,77%) και Ο.Τ.Ε Α.Ε. (-2,20%).

Από τα αποτελέσματα του Πίνακα 5.12 παρατηρείται επίσης σημαντική αύξηση των λόγων μόχλευσης/χρέους για όλες τις εξεταζόμενες εταιρείες του κλάδου ιδιαίτερα του λόγου D/E. Ο μέσος λόγος D/E του κλάδου παρουσιάζει ποσοστιαία αύξηση 84,63% και ο μέσος λόγος D/A αυξάνεται κατά 70,41% μετά την κεφαλαιοποίηση των λειτουργικών μισθώσεων. Όσον αφορά τον δείκτη λειτουργικού περιθωρίου, παρουσιάζει βελτίωση για το σύνολο των εταιρειών του δείγματος με μέση ποσοστιαία αύξηση 11,93%, όσο δηλαδή και η μέση αύξηση του EBIT, αφού οι πωλήσεις δεν επηρεάζονται από τις προσαρμογές της κεφαλαιοποίησης των λειτουργικών μισθωμάτων.

Σύμφωνα με τα ευρήματα του Πίνακα 5.12 το WACC παρουσιάζει αύξηση για το σύνολο των εταιρειών του δείγματος, με μέση ποσοστιαία μεταβολή της τάξεως του 9,13%. Το WACC όπως εξηγήθηκε στις ενότητες 5.3 και 5.5 αντιπροσωπεύει την ελάχιστη απαιτούμενη απόδοση δανειστών και μετόχων για την δέσμευση των κεφαλαίων τους και συγκρίνεται με το δείκτη ROIC, δηλαδή την απόδοση που επιτυγχάνεται από την χρήση αυτών των κεφαλαίων (ιδίων και ξένων), λαμβάνοντας υπόψη και τον παράγοντα φορολογίας. Όταν ο δείκτης ROIC υπερβαίνει σημαντικά το WACC θεωρείται ότι η εταιρεία προσφέρει μια ικανοποιητική απόδοση στους επενδυτές από την τοποθέτηση των χρημάτων τους στην εταιρεία, σε σχέση πάντα και με το κόστος ευκαιρίας¹⁴³. Σε όλες τις περιπτώσεις των εταιρειών του δείγματος η τιμή του WACC συμπαρασύρεται προς τα πάνω κάτι που οφείλεται στην αύξηση του δείκτη χρέους ($D'/E > D/E$) και κατ' επέκταση την αύξηση του κόστους ιδίων κεφαλαίων (R_e) και δανείων (R_d)¹⁴⁴. Συγκρινόμενη με την τιμή του ROIC και τις διακυμάνσεις που εμφανίζει μετά την κεφαλαιοποίηση των λειτουργικών μισθώσεων, τα αποτελέσματα έδειξαν ότι η παρατηρούμενη αύξηση του WACC μειώνει τα περιθώρια απόδοσης στο σύνολο των εταιρειών του δείγματος (Πίνακας 5.13). Ειδικότερα, για τις εταιρείες Intrakom A.E. και Logismos A.E. η ήδη αρνητική διαφορά μεταξύ απόδοσης επενδεδυμένου κεφαλαίου και WACC διευρύνεται ακόμα περισσότερο μετά την ενσωμάτωση της παρούσας αξίας των λειτουργικών

¹⁴³ Το κόστος ευκαιρίας αντιπροσωπεύουν τα οφέλη που ένα άτομο, επενδυτής ή επιχείρηση χάνει όταν επιλέγει μία εναλλακτική λύση έναντι άλλης. Κατά την εκτίμηση της πιθανής κερδοφορίας διαφόρων επιχειρήσεων, οι επενδυτές αναζητούν την επιλογή που είναι πιθανό να επιστρέψει τη μεγαλύτερη απόδοση για την τοποθέτηση των χρημάτων τους. Ωστόσο, οι επενδυτές πρέπει επίσης να εξετάσουν το κόστος ευκαιρίας για κάθε επιλογή. Αν υποθέσουμε ότι, δεδομένου ενός καθορισμένου χρηματικού ποσού για επενδύσεις, ένας επενδυτής μπορεί να επιλέξει μεταξύ της επένδυσης κεφαλαίων σε μετοχές μιας εταιρείας ή την τοποθέτηση σε ομόλογα δημοσίου. Ανεξάρτητα από την επιλογή που επιλέγεται εν τέλει, το πιθανό κέρδος που αποχωρεί από τη μη επένδυση στην άλλη επιλογή είναι το λεγόμενο κόστος ευκαιρίας. Investopedia, "Opportunity Cost",

<https://www.investopedia.com/terms/o/opportunitycost.asp> Πρόσβαση στις 5 Νοεμβρίου 2018.

¹⁴⁴ Για τις εταιρείες των οποίων τα κόστη δανειακών κεφαλαίων εκτιμώνται μέσω της μεθόδου συνθετικής αξιολόγησης (synthetic rating – Παράρτημα Ι)

μισθώσεων στο χρέος τους, παρά το γεγονός ότι ο δείκτης ROIC της εταιρείας Logismos A.E. εμφανίζει θετική μεταβολή (9,47%), η οποία όμως δεν είναι ικανή να καλύψει την ήδη αρνητική διαφορά μεταξύ ROIC και WACC (αύξηση 23,61%). Για το σύνολο των υπόλοιπων εταιρειών του δείγματος, το περιθώριο απόδοσης μειώνεται σημαντικά από τον συνδυασμό αύξησης του WACC και μείωσης του δείκτη ROIC, με μεγαλύτερη αρνητική επίδραση στο περιθώριο απόδοσης της εταιρείας Πλαίσιο A.E. (-39,90%).

Πίνακας 5.13

Σύγκριση δείκτη ROIC και WACC των εταιρειών του κλάδου Τ.Π.Ε. πριν και μετά την κεφαλαιοποίηση των λειτουργικών μισθώσεων

	WACC		ROIC		ROIC - WACC		ΜΕΤΑΒΟΛΗ%
	Stated	Adjusted	Stated	Adjusted	Stated	Adjusted	
O.T.E. A.E.	4,45%	4,56%	6,51%	6,61%	2,06%	2,05%	-0,47%
INTRAKOM A.E.	4,32%	4,38%	4,12%	4,07%	-0,20%	-0,32%	54,89%
ΠΛΑΙΣΙΟ A.E.B.E.	4,48%	5,99%	11,58%	10,26%	7,10%	4,26%	-39,90%
QUEST A.E.	4,58%	4,70%	9,91%	8,89%	5,33%	4,19%	-21,39%
SPACE A.E.	1,13%	1,18%	10,82%	10,80%	9,69%	9,61%	-0,80%
LOGISMOS A.E.	2,39%	2,71%	1,71%	1,88%	-0,68%	-0,84%	23,61%
ENTERSOFT A.E.	5,79%	6,11%	14,34%	12,73%	8,56%	6,62%	-22,61%

➤ *Συμπεράσματα Εμπειρικής Έρευνας – Περιορισμοί*

Τον Ιανουάριο του 2016, το Συμβούλιο Διεθνών Λογιστικών Προτύπων (I.A.S.B) εξέδωσε ένα νέο πρότυπο που αφορά τις μισθώσεις (Δ.Π.Χ.Α 16), το οποίο αντικαθιστά το προϋπάρχον (Δ.Λ.Π. 17). Σύμφωνα με το νέο πρότυπο, καταργείται η ταξινόμηση των λειτουργικών και χρηματοδοτικών μισθώσεων για τους μισθωτές και όλες οι λειτουργικές μισθώσεις επανακατηγοριοποιούνται σε χρηματοδοτικές. Στην παρούσα εμπειρική έρευνα επιδιώκεται να προβλεφθεί ο πιθανός αντίκτυπος που θα έχει η κεφαλαιοποίηση των λειτουργικών μισθώσεων στις οικονομικές καταστάσεις και στους χρηματοοικονομικούς δείκτες από την αλλαγή στο ρυθμιστικό πλαίσιο των μισθώσεων στην Ευρώπη. Με βάση τα αποτελέσματα της εμπειρικής έρευνας, μπορούμε να εξάγουμε το συμπέρασμα ότι η κεφαλαιοποίηση της μίσθωσης θα επηρεάσει τις ισορροπίες των οικονομικών καταστάσεων και τις τιμές των χρηματοοικονομικών δεικτών, γεγονός που επιβεβαιώνεται από προγενέστερες έρευνες που διεξήχθησαν σε διάφορα κράτη {Nelson(1963), Imhoff et al. (1991, 1997), Beattie et al. (1998), Fitό et al. (2013), Wong et al. (2015), PWC (2016)}.

Στην παρούσα μελέτη, εξετάζεται η επίδραση της κεφαλαιοποίησης των λειτουργικών μισθώσεων σε ένα μικρό δείγμα 7 εισηγμένων εταιρειών του κλάδου Τ.Π.Ε., οι οποίες όμως όπως μπορεί κάποιος να διαπιστώσει παρουσιάζουν ανομοιομορφία στα οικονομικά τους μεγέθη. Ωστόσο, τα αποτελέσματα έδειξαν ότι ο αντίκτυπος της εφαρμογής του νέου προτύπου επηρεάζει σε σημαντικό βαθμό τα οικονομικά αποτελέσματα ορισμένων επιχειρήσεων του δείγματος, γεγονός που ενδεχομένως επηρεάσει την αξιολόγηση της αποδοτικότητας από μετόχους, δυνητικούς επενδυτές και πιστωτές, οι οποίοι πλέον φαίνεται να αντιμετωπίζουν υψηλότερο κίνδυνο στην επένδυσή τους. Συγκρίνοντας, τα αποτελέσματα της παρούσας εμπειρικής έρευνας με προγενέστερες, οι μεταβολές στις οικονομικές καταστάσεις (σύνολο περιουσιακών στοιχείων και υποχρεώσεων) και στους χρηματοοικονομικούς δείκτες φαίνεται να επιδρούν συνολικά στον συγκεκριμένο κλάδο αρκετά έντονα σε σχέση με έρευνες που έχουν πραγματοποιηθεί σε διαφορετικά κράτη αλλά και διαφορετικούς κλάδους και βιομηχανίες κρατών. Τα αποτελέσματα της έρευνας ταιριάζουν με τα ευρήματα και τις απόψεις των ερευνητών, οι οποίοι διαπίστωσαν μια συνολική αύξηση των δανειακών υποχρεώσεων και των στοιχείων του ενεργητικού, η οποία επιδρά με διαφορετική ένταση στις οικονομικές αναλογίες των επιχειρήσεων. Οι χρηματοοικονομικοί δείκτες, όπως ο δείκτης D/E, ο δείκτης D/A, ο δείκτης κάλυψης επιτοκίου, το λειτουργικό εισόδημα προ φόρων και τόκων και το περιθώριο λειτουργικού εισοδήματος θα αλλάξουν σημαντικά με βάση την κεφαλαιοποίηση μίσθωσης. Ωστόσο, η αλλαγή στους δείκτες αποδοτικότητας ROA και ROE είναι διαφορούμενη και ταυτίζεται με την άποψη των Ashton et al, οι οποίοι διαπίστωσαν ότι η κατεύθυνση αλλαγής επηρεασμού του λειτουργικού εισοδήματος και των κερδών επηρεάζεται από παράγοντες όπως η εκτιμώμενη υπολειπόμενη διάρκεια της μίσθωσης, η μέθοδος απόσβεσης, η ωφέλιμη διάρκεια ζωής των μισθωμένων περιουσιακών στοιχείων, το επιτόκιο προεξόφλησης και το σημείο εκκίνησης κάθε εταιρείας.

Η συζήτηση σχετικά με τις επιπτώσεις των δύο νέων λογιστικών προτύπων μίσθωσης είναι προς το παρόν σε μεγάλο βαθμό σε εξέλιξη. Με αυτή την έννοια, η διεξαγωγή της παρούσας μελέτης μπορεί να συνεισφέρει στην υπάρχουσα συζήτηση που υπάρχει σήμερα σχετικά με τις αλλαγές που εισαγάγει το νέο λογιστικό πρότυπο μισθώσεων στην Ελλάδα. Παράλληλα, συμβάλει στην υφιστάμενη βιβλιογραφία σχετικά με το λογιστικό πρότυπο μίσθωσης, δεδομένου ότι καμία προηγούμενη μελέτη ευρείας κλίμακας δεν υπάρχει δημοσιευμένη που να εκτιμά τις επιπτώσεις της κεφαλαιοποίησης των λειτουργικών μισθώσεων για τις εισηγμένες ελληνικές εταιρείες. Λαμβάνοντας υπόψη ότι το μέγεθος

των λειτουργικών μισθώσεων που ενσωματώνονται στους ισολογισμούς των ελληνικών επιχειρήσεων του Χ.Α.Α φτάνει περίπου τα 2,8δισ ευρώ¹⁴⁵, οι επιπτώσεις της εφαρμογής του νέου πρότυπου από 1/1/2019, με μια πρώτη εκτίμηση θα είναι σημαντικές, γεγονός που θα πρέπει να συνεκτιμηθεί από τις διοικήσεις των ελληνικών επιχειρήσεων που παρουσιάζουν υψηλά επίπεδα «εξάρτησης» από ποσά λειτουργικών μισθώσεων εκτός ισολογισμού.

¹⁴⁵ Το ποσό αυτό προκύπτει από μια προεργασία που έγινε προτού επιλεγεί το δείγμα που εξετάστηκε στην παρούσα εμπειρική έρευνα. Το ποσό αυτό των περίπου 2,8δισ ευρώ (στοιχεία διαχειριστικής χρήσης 2016) υπερτερεί κατά πολύ του ποσού λειτουργικών μισθώσεων που καλούνται να ενσωματώσουν οι ελληνικές επιχειρήσεις σε σχέση και σε αντιδιαστολή με τα στοιχεία της Ένωσης Ελληνικών Εταιρειών Χρηματοδοτικής Μίσθωσης (547εκ. ευρώ λειτουργικών μισθώσεων υφιστάμενων και τρεχουσών (2017) – Διάγραμμα 2.6). Ενδεχομένως, οι περισσότερες συμβάσεις λειτουργικής μίσθωσης να αφορούν διεθνείς συμβάσεις leasing, δηλαδή προερχόμενες από χρηματοδοτικές εταιρείες του εξωτερικού ή να αφορούν υποχρεώσεις λειτουργικών μισθώσεων θυγατρικών εγκατεστημένες σε χώρες του εξωτερικού.

Βιβλιογραφία

- Brealey, Richard A., Stewart C. Myers, and Franklin Allen. *Αρχές Χρηματοοικονομικής των Επιχειρήσεων*. 1η Ελληνική 10η Αμερικανική. Edited by Χρήστος Αλεξάκης, Δημήτρης Καινούργιος, Δημήτρης Κουσενίδης, Αριστείδης Σάμιτας and Κώστας Συριόπουλος. Αθήνα: Utopia, 2013.
- Brigham, Eugene F., and Michael C. Ehrhardt. *Financial Management: Theory and Practice*. 11th Edition. International student edition: Thomson South Western, 2004.
- Groppelli, A. A, και Ehsan Nikbakht. *Χρηματοοικονομική*. 3η Αμερικανική Έκδοση. Μετάφραση: Σούλα Παπαϊωάννου. Αθήνα: Κλειδάριθμος, 2002.
- Tadarakov, Dimitar. «Leasing During Transition.» *Agora without frontiers*, 7, αρ. 4, (2002).
- Αλεξανδρίδης, Μιχαήλ Α. *Χρηματοοικονομική Διαχείριση*. Αθήνα: Σύγχρονη Εκδοτική Ε.Π.Ε., 2004.
- Βασιλείου, Δημήτριος, και Νικόλαος Ηρειώτης. *Χρηματοοικονομική Διοίκηση, Θεωρία & Πρακτική*. Αθήνα: Rosili, 2008.
- Βούλγαρη - Παπαγεωργίου, Ευμ. *Χρηματιστήριο Αξιών και Χρηματιστήριο Παραγώγων*. Αθήνα: Σύγχρονη Εκδοτική Ε.Π.Ε., 2002.
- Γαλάνης, Βασίλειος Π. *Leasing, Factoring, Forfaiting, Franchising, Venture Capital*. Αθήνα: Σταμούλη Α.Ε., 2000.
- Ζαχαριάδου, Ρίτας. «Νέα εποχή για Leasing και Factoring.» *Ανάπτυξη*, 80, αρ. 10, (2005).
- Κοντός, Γεώργιος. *Λογιστική Τραπεζών και εταιρειών Leasing & Factoring*. 2η Έκδοση. Αθήνα: Διπλογραφία, 2013.
- Μάζης, Παναγιώτης Κ. *Η Χρηματοδοτική Μίσθωση - Leasing*. 2η Έκδοση. Αθήνα: Σάκκουλας, 1999.
- Μελίδου, Θώμης. «Leasing ή τραπεζικός δανεισμός.» *Επιλογή: Μηνιαία Οικονομική Επιθεώρηση*, 41, αρ. 408 (2003).

Χατζηπαύλου, Πάυλος, και Βαλεντίνη Γόντικα. *Θεωρία και Πρακτική της Χρηματοδοτικής Μίσθωσης (Leasing)*. Αθήνα: Παπαζήση, 1982.

Πηγές Διαδικτύου

European Commission. "International Accounting Standard 17: Leases",
http://ec.europa.eu/internal_market/accounting/docs/consolidated/ias17en.pdf Πρόσβαση στις 5 Σεπτεμβρίου 2018.

The International Financial Reporting Standards Foundation "Who uses IFRS Standards",
<https://www.ifrs.org/use-around-the-world/use-of-ifrs-standards-by-jurisdiction/#analysis>
Πρόσβαση στις 5 Σεπτεμβρίου 2018.

Financial Accounting Standards Board. "Leases Topic (842)", 2016,
https://www.fasb.org/jsp/FASB/Document_C/DocumentPage?cid=1176167901010&acceptedDisclaimer=true Πρόσβαση στις 6 Σεπτεμβρίου 2018.

International Institute for the Unification of Private Law, "UNIDROIT Convention on International Financial Leasing", Ottawa, 1988,
<https://www.unidroit.org/instruments/leasing/convention-leasing> Πρόσβαση στις 8 Σεπτεμβρίου 2018.

Finance and Leasing Association, "Σχετικά με την Ένωση Οικονομικών και Χρηματοδοτικών Μισθώσεων",
<https://www.fla.org.uk/index.php/about-the-fla/> Πρόσβαση στις 15 Σεπτεμβρίου 2018.

Leaseurope, European Federation of Leasing Company Association, "Σχετικά με την Ευρωπαϊκή Ομοσπονδία Εταιρειών Χρηματοδοτικής Μίσθωσης",
<http://www.leaseurope.org/index.php?page=about-us> Πρόσβαση στις 16 Σεπτεμβρίου 2018.

Ένωση Ελληνικών Εταιρειών Χρηματοδοτικής Μίσθωσης,
http://www.aglc.gr/index.php?option=com_content&view=category&layout=blog&id=10&Itemid=24&lang=el Πρόσβαση στις 16 Σεπτεμβρίου 2018.

Ένωση Ελληνικών Εταιρειών Χρηματοδοτικής Μίσθωσης, "Στατιστικά Στοιχεία Ελλάδος",
http://www.aglc.gr/index.php?option=com_content&view=category&layout=blog&id=13&Itemid=28&lang=el Πρόσβαση στις 16 Σεπτεμβρίου 2018.

Leaseurope, European Federation of Leasing Company Association. "European Leasing Market - Annual Survey 2017",

<http://www.leaseurope.org/uploads/documents/stats/European%20Leasing%20Market%202017.pdf> Πρόσβαση στις 16 Σεπτεμβρίου 2018.

Ένωση Ελληνικών Εταιρειών Χρηματοδοτικής Μίσθωσης. "Στατιστικά Στοιχεία 2017 - Χρηματοδοτικές Μισθώσεις",

<http://www.aglc.gr/images/stories/publish/statistics/STATISTICS%202017%20xrimatodotikes%20misthwseis.pdf> Πρόσβαση στις 17 Σεπτεμβρίου 2018.

Ένωση Ελληνικών Εταιρειών Χρηματοδοτικής Μίσθωσης. "Στατιστικά Στοιχεία 2017 - Λειτουργικές Μισθώσεις",

<http://www.aglc.gr/images/stories/publish/statistics/STATISTICS%202017%20leitourgikes%20emporikes%20misthwseis.pdf> Πρόσβαση στις 17 Σεπτεμβρίου 2018.

Λογιστικός Ασφαλιστικός Φοροτεχνικός & Νομικός Σύμβουλος. "Γλωσσάριο Δ.Λ.Π - Δ.Π.Χ.Π",

<http://www.e-forosimv.gr/details.asp?ID=1907&cat=4> Πρόσβαση στις 17 Σεπτεμβρίου 2018.

International Financial Reporting Standards. "SIC Interpretation 15: Operating Leases-Incentives"

<http://ifrs.skr.jp/sic15.pdf> Πρόσβαση στις 19 Σεπτεμβρίου 2018.

European Commission. "International Accounting Standard 39: Financial Instruments: Recognition And Measurement",

http://ec.europa.eu/internal_market/accounting/docs/consolidated/ias39_en.pdf
Πρόσβαση στις 20 Σεπτεμβρίου 2018.

Βλάχος, Θεόδωρος. "Συμβάσεις χρηματοδοτικής μίσθωσης: Φορολογικό και λογιστικό πλαίσιο από την πλευρά του μισθωτή που εφαρμόζει Ελληνικά Λογιστικά Πρότυπα", Φορολογική και λογιστική πύλη ενημέρωσης (Taxheaven), 2017,

<https://www.taxheaven.gr/laws/circular/view/id/26388> Πρόσβαση στις 20 Σεπτεμβρίου 2018.

Μηχανή αναζήτησης ελληνικής νομοθεσίας - kodiko.gr. "Νόμος 1665 ΦΕΚ Α'194/4.12.1986",

https://www.kodiko.gr/nomologia/document_navigation/268966 Πρόσβαση στις 21 Σεπτεμβρίου 2018.

International Institute for the Unification of Private Law, "Status - UNIDROIT Convention on International Financial Leasing", 1988,

<https://www.unidroit.org/status-leasing-conv-1988> Πρόσβαση στις 23 Σεπτεμβρίου 2018.

International Institute for the Unification of Private Law, "History and Overview",

<https://www.unidroit.org/about-unidroit/overview> Πρόσβαση στις 23 Σεπτεμβρίου 2018.

Μηχανή αναζήτησης ελληνικής νομοθεσίας - kodiko.gr. "Νόμος 3483 ΦΕΚ Α'169/7.8.2006",

https://www.kodiko.gr/nomologia/document_navigation/11709 Πρόσβαση στις 25 Σεπτεμβρίου 2018.

Access to European Union Law. "Κανονισμός (ΕΕ) Αριθ. 575/2013 του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου",

<https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EL/TXT/?uri=CELEX%3A32013R0575>

Πρόσβασης στις 26 Σεπτεμβρίου 2018.

Ελληνική Δημοκρατία - Υπουργείο Δικαιοσύνης, Διαφάνειας και Ανθρωπίνων Δικαιωμάτων. "Αστικός Κώδικας",

<http://www.ministryofjustice.gr/site/kodikes/Ευρετήριο/ΑΣΤΙΚΟΣΚΩΔΙΚΑΣ/tabid/225/language/el-GR/Default.aspx> Πρόσβαση στις 27 Σεπτεμβρίου 2018.

Μηχανή αναζήτησης ελληνικής νομοθεσίας - kodiko.gr. "Νόμος 4172 ΦΕΚ Α'167/23.7.2013",

https://www.kodiko.gr/nomologia/document_navigation/250460 Πρόσβαση στις 28 Σεπτεμβρίου 2018.

Μηχανή αναζήτησης ελληνικής νομοθεσίας - kodiko.gr. "Νόμος 4262 ΦΕΚ Α'114/10.5.2014",

https://www.kodiko.gr/nomologia/document_navigation/80738 Πρόσβασης στις 28 Σεπτεμβρίου 2018.

Encyclopedia Wikipedia. "International Accounting Standards Committee", [Wikimedia Foundation, Inc.](https://www.wikimediafoundation.org/), 2018. Πρόσβαση στις 30 Σεπτεμβρίου 2018,

https://en.wikipedia.org/wiki/International_Accounting_Standards_Committee

Φορολογική και λογιστική πύλη ενημέρωσης (Taxheaven). "Κανονισμός (ΕΚ) Αριθ. 1606/2002 του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου της 19ης Ιουλίου 2002 για την εφαρμογή των διεθνών λογιστικών προτύπων", 2009,

<https://www.taxheaven.gr/laws/circular/view/id/9578> Πρόσβαση στις 2 Οκτωβρίου 2018.

Encyclopedia Wikipedia. "Norwalk Agreement", [Wikimedia Foundation, Inc.](https://www.wikimedia.org/), 2018. Πρόσβαση στις 2 Οκτωβρίου 2018,

https://en.wikipedia.org/wiki/Norwalk_Agreement

International Financial Reporting Standards Foundation. *Effects Analysis International Financial Reporting Standard IFRS 16 Leases*. London: Publication Department, 2016

<https://www.ifrs.org/-/media/project/leases/ifrs/published-documents/ifrs16-effects-analysis.pdf> Πρόσβαση στις 4 Οκτωβρίου 2018.

Deloitte Touche Tohmatsu Limited. *Leases: A guide to IFRS 16*. London: The Creative Studio at Deloitte, 2016,

<https://www2.deloitte.com/content/dam/Deloitte/sg/Documents/audit/sea-audit-IFRS-16-guide.pdf>. Πρόσβαση στις 5 Οκτωβρίου 2018

Encyclopedia Wikipedia. "IFRS 16", [Wikimedia Foundation, Inc.](https://www.wikimedia.org/), 2018. Πρόσβαση στις 10 Οκτωβρίου 2018,

https://en.wikipedia.org/wiki/IFRS_16

Μηχανή αναζήτησης ελληνικής νομοθεσίας - [kodiko.gr](http://www.kodiko.gr). "Νόμος 4308 ΦΕΚ Α'251/24.11.2014",

https://www.kodiko.gr/nomologia/document_navigation/99608 Πρόσβαση στις 12 Οκτωβρίου 2018.

Ernst & Young Global Limited. *Leases a Summary of IFRS 16 and its effects*, London, 2016

[https://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/ey-leases-a-summary-of-ifrs-16/\\$FILE/ey-leases-a-summary-of-ifrs-16.pdf](https://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/ey-leases-a-summary-of-ifrs-16/$FILE/ey-leases-a-summary-of-ifrs-16.pdf) Πρόσβαση στις 12 Οκτωβρίου 2018.

Επιτροπή Λογιστικής Τυποποίησης και Ελέγχων. "Λογιστική Οδηγία Εφαρμογής του Νόμου 4308/2014 «Ελληνικά Λογιστικά Πρότυπα, Συναφείς ρυθμίσεις και άλλες διατάξεις»", Φορολογική και λογιστική πύλη ενημέρωσης (Taxheaven),

https://www.taxheaven.gr/pagesdata/LOGISTIKI_ODHGIA_4308_2014.pdf. Πρόσβαση στις 13 Οκτωβρίου 2018.

Μηχανή αναζήτησης ελληνικής νομοθεσίας - kodiko.gr. "Νόμος 4549 ΦΕΚ Α' 105/14.06.2018",

https://www.kodiko.gr/nomologia/document_navigation/374274 Πρόσβαση στις 14 Οκτωβρίου 2018.

Όμιλος Χρηματιστηρίου Αθηνών - Athens Exchange Group,

<http://www.helex.gr/el/> Πρόσβαση στις 16 Οκτωβρίου 2018.

Damodaran, Aswath. "*Leases, Debt and Value*". The University of New York: Stern School of Business, 2009.

<http://people.stern.nyu.edu/adamodar/pdfiles/papers/newlease.pdf>

Encyclopedia Wikipedia. "Credit Rating", [Wikimedia Foundation, Inc.](http://www.wikimediafoundation.org), 2018. Πρόσβαση στις 17 Οκτωβρίου 2018,

https://en.wikipedia.org/wiki/Credit_rating

Investopedia. "Yield Spread",

<https://www.investopedia.com/terms/y/yieldspread.asp> Πρόσβαση στις 17 Οκτωβρίου 2018.

Encyclopedia Wikipedia. "Risk Free Interest Rate", [Wikimedia Foundation, Inc.](http://www.wikimediafoundation.org), 2018. Πρόσβαση στις 17 Οκτωβρίου 2018

https://en.wikipedia.org/wiki/Risk-free_interest_rate

Damodaran, Aswath. "Country Default Spreads and Risk Premiums, last updated: January 2018 ", The University of New York - Stern School of Business,

http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datafile/ctryprem.html Πρόσβαση στις 17 Οκτωβρίου 2018.

Ναυτεμπορική Digital Network. "Οικονομία & Αγορές",

<https://www.naftemporiki.gr/finance/> Πρόσβαση στις 20 Οκτωβρίου 2018.

Investing.com. "Μετοχές",

<https://gr.investing.com/equities/> Πρόσβαση στις 20 Οκτωβρίου 2018.

Capital.gr. "Μετοχές",

<http://www.capital.gr/finance/el/allstocks> Πρόσβαση στις 20 Οκτωβρίου 2018.

Investing.com. "Γερμανία 10 ετών – Απόδοση Ομολόγου: Ιστορικά Στοιχεία",
<https://gr.investing.com/rates-bonds/germany-10-year-bond-yield-historical-data>
Πρόσβαση στις 20 Οκτωβρίου 2018.

Damodaran, Aswath. "Synthetic Rating Estimation & Operating Leases ", The University of New York - Stern School of Business,
<http://people.stern.nyu.edu/adamodar/pc/ratings.xls> Πρόσβαση στις 21 Οκτωβρίου 2018.

Investopedia. "Weighted Average Cost of Capital (WACC)",
<https://www.investopedia.com/terms/w/wacc.asp> Πρόσβαση στις 23 Οκτωβρίου 2018.

Investopedia. "Unlevered Beta",
<https://www.investopedia.com/terms/u/unleveredbeta.asp> Πρόσβαση στις 23 Οκτωβρίου 2018.

Ευρωπαϊκή Ένωση. "Όλες οι χώρες μέλη της ΕΕ με λίγα λόγια",
https://europa.eu/european-union/about-eu/countries/member-countries_el Πρόσβαση στις 25 Οκτωβρίου 2018.

Investopedia. "Return On Invested Capital (ROIC)",
<https://www.investopedia.com/terms/r/returnoninvestmentcapital.asp> Πρόσβαση στις 26 Οκτωβρίου 2018.

Investopedia. "Return on Equity (ROE)",
<https://www.investopedia.com/terms/r/returnonequity.asp> Πρόσβαση στις 26 Οκτωβρίου 2018.

Investopedia. "Return on Assets (ROA)",
<https://www.investopedia.com/terms/r/returnonassets.asp> Πρόσβαση στις 26 Οκτωβρίου 2018.

Investopedia. "Return On Capital Employed (ROCE)",
<https://www.investopedia.com/terms/r/roce.asp> Πρόσβαση στις 27 Οκτωβρίου 2018.

Investopedia. "Interest Coverage Ratio",
<https://www.investopedia.com/terms/i/interestcoverageratio.asp> Πρόσβαση στις 27 Οκτωβρίου 2018.

Investopedia. "Debt/Equity Ratio",

<https://www.investopedia.com/terms/d/debtequityratio.asp> Πρόσβαση στις 27 Οκτωβρίου 2018.

Investopedia. "Total Debt to Total Assets ",

<https://www.investopedia.com/terms/t/totaldebttotalassets.asp> Πρόσβαση στις 27 Οκτωβρίου 2018.

Investopedia. "Operating Margin",

<https://www.investopedia.com/terms/o/operatingmargin.asp> Πρόσβαση στις 27 Οκτωβρίου 2018.

Investopedia. "Opportunity Cost",

<https://www.investopedia.com/terms/o/opportunitycost.asp> Πρόσβαση στις 30 Οκτωβρίου 2018.

Deloitte Touche Tohmatsu Limited. "New IFRS 16 Leases standard the impact on business valuation", Netherlands: The Creative Studio at Deloitte, 2016,

<https://www2.deloitte.com/content/dam/Deloitte/nl/Documents/mergers-acquisitions/deloitte-nl-ma-ifrs16-impactonbusinessvaluation1.pdf> Πρόσβαση στις 30 Οκτωβρίου 2018.

Chron - Small Business - Accounting & Bookkeeping, "What Is SSAP Accounting by Dirk Huds? ",

<https://smallbusiness.chron.com/ssap-accounting-34203.html> Πρόσβαση στις 5 Νοεμβρίου 2018.

Beattie V., Keith E., Goodacre A. "The impact of constructive operating lease capitalization on key accounting ratios". *Accounting and Business Research*, 28, no. 4, (1998),

<https://pdfs.semanticscholar.org/bedf/b6b8e693290004d124d84bc823099c506e62.pdf> Πρόσβαση στις 10 Νοεμβρίου 2018.

Fitó A., Moya S., Orgaz N. "Considering the effects of operating lease capitalization on key financial ratios". *Spanish Review of Financial and Accounting*, 42, no. 159, (2013),

https://www.aeca.es/old/refc_1972-2013/2013/159-3.pdf Πρόσβαση στις 10 Νοεμβρίου 2018.

Lee B., Paik D., Yoon S. "The Effect of Capitalizing Operating Leases on the Immediacy to Debt Covenant Violations", *Journal of Accounting and Finance*, 14, no. 6, (2014),

http://t.www.na-businesspress.com/JAF/PaikDG_Web14_6_.pdf Πρόσβαση στις 10 Νοεμβρίου 2018.

Wong K., Joshi M. "The Impact of Lease Capitalization on Financial Statements and Key Ratios: Evidence from", *Australasian Accounting, Business and Finance Journal Australia*, 9, no. 3, (2015),

<https://ro.uow.edu.au/cgi/viewcontent.cgi?referer=https://www.google.com/&httpsredir=1&article=1595&context=aabfj> Πρόσβαση στις 10 Νοεμβρίου 2018.

Price Waterhouse Coopers, "A study on the impact of lease capitalization IFRS 16: The new leases standard", 2016,

<https://www.pwc.com/gx/en/audit-services/publications/assets/a-study-on-the-impact-of-lease-capitalisation.pdf> Πρόσβαση στις 10 Νοεμβρίου 2018.

ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ Ι

ΥΠΟΛΟΓΙΣΜΟΣ ΕΠΙΤΟΚΙΟΥ ΠΡΟΕΞΟΦΛΗΣΗΣ ΛΕΙΤΟΥΡΓΙΚΩΝ ΜΙΣΘΩΜΑΤΩΝ SYNTHETIC RATING

ΠΛΑΙΣΙΟ Α.Ε.Β.Ε.

Inputs for synthetic rating estimation			
Please read the special cases worksheet (see below) before you use this spreadsheet.			
<i>Before you use this spreadsheet, make sure that the iteration box (under calculation options in excel) is checked</i>			
Enter the type of firm =	2	(Enter 1 if large manufacturing firm, 2 if smaller or riskier firm, 3 if financial ser Small: <\$5 billion)	
Do you have any operating lease or rental commitments?	No	Yes or No	
Enter current Earnings before interest and taxes (EBIT) =	\$ 8.693.000,00	(Add back only long term interest expense for	
Enter current interest expenses =	\$ 1.672.000,00	(Use only long term interest expense for finan	
Enter current long term government bond rate =	9,27%		
Output			
Interest coverage ratio =	5,20		
Estimated Bond Rating =	A3/A-	Note: If you get REF! All over the place, set the operating	
Estimated Default Spread =	1,13%	to No, and then reset it to Yes. It should work.	
Estimated Cost of Debt =	10,40%		
If you want to update the spreads listed below, please visit http://www.bondsonline.com			
For large manufacturing firms		For financial service firms (default spreads are slightly differ	
If interest coverage ratio is			
greater than	≤ to	Rating is	Spread is
-100000	0,199999	D2/D	18,60%
0,2	0,649999	C2/C	13,95%
0,65	0,799999	Ca2/CC	10,63%
0,8	1,249999	Caa/CCC	8,64%
1,25	1,499999	B3/B-	4,37%
1,5	1,749999	B2/B	3,57%
1,75	1,999999	B1/B+	2,98%
2	2,249999	Ba2/BB	2,38%
2,25	2,499999	Ba1/BB+	1,98%
2,5	2,999999	Baa2/BBB	1,27%
3	4,249999	A3/A-	1,13%
4,25	5,499999	A2/A	0,99%
5,5	6,499999	A1/A+	0,90%
6,5	8,499999	Aa2/AA	0,72%
8,50	100000	Aaa/AAA	0,54%
If long term interest coverage ratio is			
greater than	≤ to	Rating is	Spread is
-100000	0,049999	D2/D	18,60%
0,05	0,099999	C2/C	13,95%
0,1	0,199999	Ca2/CC	10,63%
0,2	0,299999	Caa/CCC	8,64%
0,3	0,399999	B3/B-	4,37%
0,4	0,499999	B2/B	3,57%
0,5	0,599999	B1/B+	2,98%
0,6	0,749999	Ba2/BB	2,38%
0,75	0,899999	Ba1/BB+	1,98%
0,9	1,199999	Baa2/BBB	1,27%
1,2	1,499999	A3/A-	1,13%
1,5	1,999999	A2/A	0,99%
2	2,499999	A1/A+	0,90%
2,5	2,999999	Aa2/AA	0,72%
3	100000	Aaa/AAA	0,54%
For smaller and riskier firms			
If interest coverage ratio is			
greater than	≤ to	Rating is	Spread is
-100000	0,499999	D2/D	18,60%
0,5	0,799999	C2/C	13,95%
0,8	1,249999	Ca2/CC	10,63%
1,25	1,499999	Caa/CCC	8,64%
1,5	1,999999	B3/B-	4,37%
2	2,499999	B2/B	3,57%
2,5	2,999999	B1/B+	2,98%
3	3,499999	Ba2/BB	2,38%
3,5	3,999999	Ba1/BB+	1,98%
4	4,499999	Baa2/BBB	1,27%
4,5	5,999999	A3/A-	1,13%
6	7,499999	A2/A	0,99%
7,5	9,499999	A1/A+	0,90%
9,5	12,499999	Aa2/AA	0,72%
12,5	100000	Aaa/AAA	0,54%

ΠΛΑΙΣΙΟ Α.Ε.Β.Ε.

Inputs for synthetic rating estimation			
Please read the special cases worksheet (see below) before you use this spreadsheet.			
<i>Before you use this spreadsheet, make sure that the iteration box (under calculation options in excel) is checked.</i>			
Enter the type of firm =	2	(Enter 1 if large manufacturing firm, 2 if smaller or riskier firm, 3 if financial service Small: <\$5 billion)	
Do you have any operating lease or rental commitments?	Yes	Yes or No	
Enter current Earnings before interest and taxes (EBIT) =	\$ 8.693.000,00	(Add back only long term interest expense for financial firms)	
Enter current interest expenses =	\$ 1.672.000,00	(Use only long term interest expense for financial firms)	
Enter current long term government bond rate =	9,273%		
Output			
Interest coverage ratio =	2,33		
Estimated Bond Rating =	B2/B	Note: If you get REF! All over the place, set the operating lease commitment question it to No, and then reset it to Yes. It should work.	
Estimated Default Spread =	3,57%		
Estimated Cost of Debt =	12,84%		
If you want to update the spreads listed below, please visit http://www.bondsonline.com			
For large manufacturing firms		For financial service firms (default spreads are slightly different)	
If interest coverage ratio is			
>	≤ to	Rating is	Spread is
-100000	0,199999	D2/D	18,60%
0,2	0,649999	C2/C	13,95%
0,65	0,799999	Ca2/CC	10,63%
0,8	1,249999	Caa/CCC	8,64%
1,25	1,499999	B3/B-	4,37%
1,5	1,749999	B2/B	3,57%
1,75	1,999999	B1/B+	2,98%
2	2,249999	Ba2/BB	2,38%
2,25	2,499999	Ba1/BB+	1,98%
2,5	2,999999	Baa2/BBB	1,27%
3	4,249999	A3/A-	1,13%
4,25	5,499999	A2/A	0,99%
5,5	6,499999	A1/A+	0,90%
6,5	8,499999	Aa2/AA	0,72%
8,50	100000	Aaa/AAA	0,54%
If long term interest coverage ratio is			
greater than	≤ to	Rating is	Spread is
-100000	0,049999	D2/D	18,60%
0,05	0,099999	C2/C	13,95%
0,1	0,199999	Ca2/CC	10,63%
0,2	0,299999	Caa/CCC	8,64%
0,3	0,399999	B3/B-	4,37%
0,4	0,499999	B2/B	3,57%
0,5	0,599999	B1/B+	2,98%
0,6	0,749999	Ba2/BB	2,38%
0,75	0,899999	Ba1/BB+	1,98%
0,9	1,199999	Baa2/BBB	1,27%
1,2	1,499999	A3/A-	1,13%
1,5	1,999999	A2/A	0,99%
2	2,499999	A1/A+	0,90%
2,5	2,999999	Aa2/AA	0,72%
3	100000	Aaa/AAA	0,54%
For smaller and riskier firms			
If interest coverage ratio is			
greater than	≤ to	Rating is	Spread is
-100000	0,499999	D2/D	18,60%
0,5	0,799999	C2/C	13,95%
0,8	1,249999	Ca2/CC	10,63%
1,25	1,499999	Caa/CCC	8,64%
1,5	1,999999	B3/B-	4,37%
2	2,499999	B2/B	3,57%
2,5	2,999999	B1/B+	2,98%
3	3,499999	Ba2/BB	2,38%
3,5	3,999999	Ba1/BB+	1,98%
4	4,499999	Baa2/BBB	1,27%
4,5	5,999999	A3/A-	1,13%
6	7,499999	A2/A	0,99%
7,5	9,499999	A1/A+	0,90%
9,5	12,499999	Aa2/AA	0,72%
12,5	100000	Aaa/AAA	0,54%

QUEST A.E.

Inputs for synthetic rating estimation			
Please read the special cases worksheet (see below) before you use this spreadsheet.			
<i>Before you use this spreadsheet, make sure that the iteration box (under calculation options in excel) is checked</i>			
Enter the type of firm =	2	(Enter 1 if large manufacturing firm, 2 if smaller or riskier firm, 3 if financial ser	Small: <\$5 billion
Do you have any operating lease or rental commitments?	No	Yes or No	
Enter current Earnings before interest and taxes (EBIT) =	\$18,595,000.00	(Add back only long term interest expense for	
Enter current interest expenses =	\$ 4,224,000.00	(Use only long term interest expense for finan	
Enter current long term government bond rate =	8.24%		
Output			
Interest coverage ratio =	4.40		
Estimated Bond Rating =	Baa2/BBB	Note: If you get REF! All over the place, set the operating	
Estimated Default Spread =	1.27%	to No, and then reset it to Yes. It should work.	
Estimated Cost of Debt =	9.51%		
If you want to update the spreads listed below, please visit http://www.bondsonline.com			
For large manufacturing firms		For financial service firms (default spreads are slightly differ	
<i>If interest coverage ratio is</i>			
>	≤ to	Rating is	Spread is
-100000	0,199999	D2/D	18,60%
0,2	0,649999	C2/C	13,95%
0,65	0,799999	Ca2/CC	10,63%
0,8	1,249999	Caa/CCC	8,64%
1,25	1,499999	B3/B-	4,37%
1,5	1,749999	B2/B	3,57%
1,75	1,999999	B1/B+	2,98%
2	2,249999	Ba2/BB	2,38%
2,25	2,499999	Ba1/BB+	1,98%
2,5	2,999999	Baa2/BBB	1,27%
3	4,249999	A3/A-	1,13%
4,25	5,499999	A2/A	0,99%
5,5	6,499999	A1/A+	0,90%
6,5	8,499999	Aa2/AA	0,72%
8,50	100000	Aaa/AAA	0,54%
<i>If long term interest coverage ratio is</i>			
greater than	≤ to	Rating is	Spread is
-100000	0,049999	D2/D	18,60%
0,05	0,099999	C2/C	13,95%
0,1	0,199999	Ca2/CC	10,63%
0,2	0,299999	Caa/CCC	8,64%
0,3	0,399999	B3/B-	4,37%
0,4	0,499999	B2/B	3,57%
0,5	0,599999	B1/B+	2,98%
0,6	0,749999	Ba2/BB	2,38%
0,75	0,899999	Ba1/BB+	1,98%
0,9	1,199999	Baa2/BBB	1,27%
1,2	1,499999	A3/A-	1,13%
1,5	1,999999	A2/A	0,99%
2	2,499999	A1/A+	0,90%
2,5	2,999999	Aa2/AA	0,72%
3	100000	Aaa/AAA	0,54%
For smaller and riskier firms			
<i>If interest coverage ratio is</i>			
greater than	≤ to	Rating is	Spread is
-100000	0,499999	D2/D	18,60%
0,5	0,799999	C2/C	13,95%
0,8	1,249999	Ca2/CC	10,63%
1,25	1,499999	Caa/CCC	8,64%
1,5	1,999999	B3/B-	4,37%
2	2,499999	B2/B	3,57%
2,5	2,999999	B1/B+	2,98%
3	3,499999	Ba2/BB	2,38%
3,5	3,999999	Ba1/BB+	1,98%
4	4,499999	Baa2/BBB	1,27%
4,5	5,999999	A3/A-	1,13%
6	7,499999	A2/A	0,99%
7,5	9,499999	A1/A+	0,90%
9,5	12,499999	Aa2/AA	0,72%
12,5	100000	Aaa/AAA	0,54%

QUEST A.E.

Inputs for synthetic rating estimation			
Please read the special cases worksheet (see below) before you use this spreadsheet.			
Before you use this spreadsheet, make sure that the iteration box (under calculation options in excel) is checked.			
Enter the type of firm =	<input type="text" value="2"/>	(Enter 1 if large manufacturing firm, 2 if smaller or riskier firm, 3 if financial service Small: <\$5 billic	
Do you have any operating lease or rental commitments?	<input type="text" value="Yes"/>	Yes or No	
Enter current Earnings before interest and taxes (EBIT) =	\$ 18.595.000,00	(Add back only long term interest expense fo	
Enter current interest expenses =	\$ 4.224.000,00	(Use only long term interest expense for finar	
Enter current long term government bond rate =	<input type="text" value="8,244%"/>		
Output			
Interest coverage ratio =	<input type="text" value="3,05"/>		
Estimated Bond Rating =	<input type="text" value="Ba2/BB"/>	<i>Note: If you get REF! All over the place, set the operating le</i>	
Estimated Default Spread =	<input type="text" value="2,38%"/>	<i>to No, and then reset it to Yes. It should work.</i>	
Estimated Cost of Debt =	<input type="text" value="10,62%"/>		
<i>If you want to update the spreads listed below, please visit http://www.bondsonline.com</i>			
For large manufacturing firms		For financial service firms (default spreads are slightly different)	
<i>If interest coverage ratio is</i>			
<i>></i>	<i>≤ to</i>	<i>Rating is</i>	<i>Spread is</i>
-100000	0,199999	D2/D	18,60%
0,2	0,649999	C2/C	13,95%
0,65	0,799999	Ca2/CC	10,63%
0,8	1,249999	Caa/CCC	8,64%
1,25	1,499999	B3/B-	4,37%
1,5	1,749999	B2/B	3,57%
1,75	1,999999	B1/B+	2,98%
2	2,249999	Ba2/BB	2,38%
2,25	2,499999	Ba1/BB+	1,98%
2,5	2,999999	Baa2/BBB	1,27%
3	4,249999	A3/A-	1,13%
4,25	5,499999	A2/A	0,99%
5,5	6,499999	A1/A+	0,90%
6,5	8,499999	Aa2/AA	0,72%
8,50	100000	Aaa/AAA	0,54%
<i>If long term interest coverage ratio is</i>			
<i>greater than</i>	<i>≤ to</i>	<i>Rating is</i>	<i>Spread is</i>
-100000	0,049999	D2/D	18,60%
0,05	0,099999	C2/C	13,95%
0,1	0,199999	Ca2/CC	10,63%
0,2	0,299999	Caa/CCC	8,64%
0,3	0,399999	B3/B-	4,37%
0,4	0,499999	B2/B	3,57%
0,5	0,599999	B1/B+	2,98%
0,6	0,749999	Ba2/BB	2,38%
0,75	0,899999	Ba1/BB+	1,98%
0,9	1,199999	Baa2/BBB	1,27%
1,2	1,499999	A3/A-	1,13%
1,5	1,999999	A2/A	0,99%
2	2,499999	A1/A+	0,90%
2,5	2,999999	Aa2/AA	0,72%
3	100000	Aaa/AAA	0,54%
For smaller and riskier firms			
<i>If interest coverage ratio is</i>			
<i>greater than</i>	<i>≤ to</i>	<i>Rating is</i>	<i>Spread is</i>
-100000	0,499999	D2/D	18,60%
0,5	0,799999	C2/C	13,95%
0,8	1,249999	Ca2/CC	10,63%
1,25	1,499999	Caa/CCC	8,64%
1,5	1,999999	B3/B-	4,37%
2	2,499999	B2/B	3,57%
2,5	2,999999	B1/B+	2,98%
3	3,499999	Ba2/BB	2,38%
3,5	3,999999	Ba1/BB+	1,98%
4	4,499999	Baa2/BBB	1,27%
4,5	5,999999	A3/A-	1,13%
6	7,499999	A2/A	0,99%
7,5	9,499999	A1/A+	0,90%
9,5	12,499999	Aa2/AA	0,72%
12,5	100000	Aaa/AAA	0,54%

LOGISMOS A.E.

Inputs for synthetic rating estimation			
Please read the special cases worksheet (see below) before you use this spreadsheet.			
<i>Before you use this spreadsheet, make sure that the iteration box (under calculation options in excel) is checked</i>			
Enter the type of firm =	2	(Enter 1 if large manufacturing firm, 2 if smaller or riskier firm, 3 if financial ser	Small: <\$5 billic
Do you have any operating lease or rental commitments?	No	Yes or No	
Enter current Earnings before interest and taxes (EBIT) =	\$ 160.408,60	(Add back only long term interest expense fo	
Enter current interest expenses =	\$ 12.301,59	(Use only long term interest expense for finar	
Enter current long term government bond rate =	9,66%		
Output			
Interest coverage ratio =	13,04		
Estimated Bond Rating =	Aaa/AAA	<i>Note: If you get REF! All over the place, set the operating</i>	
Estimated Default Spread =	0,54%	<i>to No, and then reset it to Yes. It should work.</i>	
Estimated Cost of Debt =	10,20%		
<i>If you want to update the spreads listed below, please visit http://www.bondsonline.com</i>			
For large manufacturing firms		For financial service firms (default spreads are slightly differ	
<i>If interest coverage ratio is</i>			
>	≤ to	Rating is	Spread is
-100000	0,199999	D2/D	18,60%
0,2	0,649999	C2/C	13,95%
0,65	0,799999	Ca2/CC	10,63%
0,8	1,249999	Caa/CCC	8,64%
1,25	1,499999	B3/B-	4,37%
1,5	1,749999	B2/B	3,57%
1,75	1,999999	B1/B+	2,98%
2	2,249999	Ba2/BB	2,38%
2,25	2,499999	Ba1/BB+	1,98%
2,5	2,999999	Baa2/BBB	1,27%
3	4,249999	A3/A-	1,13%
4,25	5,499999	A2/A	0,99%
5,5	6,499999	A1/A+	0,90%
6,5	8,499999	Aa2/AA	0,72%
8,50	100000	Aaa/AAA	0,54%
<i>If long term interest coverage ratio is</i>			
greater than	≤ to	Rating is	Spread is
-100000	0,049999	D2/D	18,60%
0,05	0,099999	C2/C	13,95%
0,1	0,199999	Ca2/CC	10,63%
0,2	0,299999	Caa/CCC	8,64%
0,3	0,399999	B3/B-	4,37%
0,4	0,499999	B2/B	3,57%
0,5	0,599999	B1/B+	2,98%
0,6	0,749999	Ba2/BB	2,38%
0,75	0,899999	Ba1/BB+	1,98%
0,9	1,199999	Baa2/BBB	1,27%
1,2	1,499999	A3/A-	1,13%
1,5	1,999999	A2/A	0,99%
2	2,499999	A1/A+	0,90%
2,5	2,999999	Aa2/AA	0,72%
3	100000	Aaa/AAA	0,54%
For smaller and riskier firms			
<i>If interest coverage ratio is</i>			
greater than	≤ to	Rating is	Spread is
-100000	0,499999	D2/D	18,60%
0,5	0,799999	C2/C	13,95%
0,8	1,249999	Ca2/CC	10,63%
1,25	1,499999	Caa/CCC	8,64%
1,5	1,999999	B3/B-	4,37%
2	2,499999	B2/B	3,57%
2,5	2,999999	B1/B+	2,98%
3	3,499999	Ba2/BB	2,38%
3,5	3,999999	Ba1/BB+	1,98%
4	4,499999	Baa2/BBB	1,27%
4,5	5,999999	A3/A-	1,13%
6	7,499999	A2/A	0,99%
7,5	9,499999	A1/A+	0,90%
9,5	12,499999	Aa2/AA	0,72%
12,5	100000	Aaa/AAA	0,54%

LOGISMOS A.E.

Inputs for synthetic rating estimation			
Please read the special cases worksheet (see below) before you use this spreadsheet.			
<i>Before you use this spreadsheet, make sure that the iteration box (under calculation options in excel) is checked.</i>			
Enter the type of firm =	2	(Enter 1 if large manufacturing firm, 2 if smaller or riskier firm, 3 if financial service Small: <\$5 billion)	
Do you have any operating lease or rental commitments?	Yes	Yes or No	
Enter current Earnings before interest and taxes (EBIT) =	\$ 160.408,60	(Add back only long term interest expense for financial firms)	
Enter current interest expenses =	\$ 12.301,59	(Use only long term interest expense for financial firms)	
Enter current long term government bond rate =	9,657%		
Output			
Interest coverage ratio =	8,13		
Estimated Bond Rating =	A1/A+	Note: If you get REF! All over the place, set the operating lease commitment to No, and then reset it to Yes. It should work.	
Estimated Default Spread =	0,90%		
Estimated Cost of Debt =	10,56%		

If you want to update the spreads listed below, please visit <http://www.bondsonline.com>

For large manufacturing firms

If interest coverage ratio is			
>	≤ to	Rating is	Spread is
-100000	0,199999	D2/D	18,60%
0,2	0,649999	C2/C	13,95%
0,65	0,799999	Ca2/CC	10,63%
0,8	1,249999	Caa/CCC	8,64%
1,25	1,499999	B3/B-	4,37%
1,5	1,749999	B2/B	3,57%
1,75	1,999999	B1/B+	2,98%
2	2,249999	Ba2/BB	2,38%
2,25	2,49999	Ba1/BB+	1,98%
2,5	2,999999	Baa2/BBB	1,27%
3	4,249999	A3/A-	1,13%
4,25	5,499999	A2/A	0,99%
5,5	6,499999	A1/A+	0,90%
6,5	8,499999	Aa2/AA	0,72%
8,50	100000	Aaa/AAA	0,54%

For financial service firms (default spreads are slightly different)

If long term interest coverage ratio is			
greater than	≤ to	Rating is	Spread is
-100000	0,049999	D2/D	18,60%
0,05	0,099999	C2/C	13,95%
0,1	0,199999	Ca2/CC	10,63%
0,2	0,299999	Caa/CCC	8,64%
0,3	0,399999	B3/B-	4,37%
0,4	0,499999	B2/B	3,57%
0,5	0,599999	B1/B+	2,98%
0,6	0,749999	Ba2/BB	2,38%
0,75	0,899999	Ba1/BB+	1,98%
0,9	1,199999	Baa2/BBB	1,27%
1,2	1,49999	A3/A-	1,13%
1,5	1,99999	A2/A	0,99%
2	2,49999	A1/A+	0,90%
2,5	2,99999	Aa2/AA	0,72%
3	100000	Aaa/AAA	0,54%

For smaller and riskier firms

If interest coverage ratio is			
greater than	≤ to	Rating is	Spread is
-100000	0,499999	D2/D	18,60%
0,5	0,799999	C2/C	13,95%
0,8	1,249999	Ca2/CC	10,63%
1,25	1,499999	Caa/CCC	8,64%
1,5	1,999999	B3/B-	4,37%
2	2,499999	B2/B	3,57%
2,5	2,999999	B1/B+	2,98%
3	3,499999	Ba2/BB	2,38%
3,5	3,999999	Ba1/BB+	1,98%
4	4,499999	Baa2/BBB	1,27%
4,5	5,999999	A3/A-	1,13%
6	7,499999	A2/A	0,99%
7,5	9,499999	A1/A+	0,90%
9,5	12,499999	Aa2/AA	0,72%
12,5	100000	Aaa/AAA	0,54%

ENTERSOFT A.E.

Inputs for synthetic rating estimation

Please read the special cases worksheet (see below) before you use this spreadsheet.

Before you use this spreadsheet, make sure that the iteration box (under calculation options in excel) is checked

Enter the type of firm = (Enter 1 if large manufacturing firm, 2 if smaller or riskier firm, 3 if financial service firm) Small: <\$5 billion

Do you have any operating lease or rental commitments? Yes or No

Enter current Earnings before interest and taxes (EBIT) = \$ 1.624.927,00 (Add back only long term interest expense for

Enter current interest expenses = \$ 82.183,00 (Use only long term interest expense for financial

Enter current long term government bond rate =

Output

Interest coverage ratio =

Estimated Bond Rating =

Estimated Default Spread =

Estimated Cost of Debt =

Note: If you get REF! All over the place, set the operating to No, and then reset it to Yes. It should work.

If you want to update the spreads listed below, please visit <http://www.bondsonline.com>

For large manufacturing firms

If interest coverage ratio is			
>	≤ to	Rating is	Spread is
-100000	0,199999	D2/D	18,60%
0,2	0,649999	C2/C	13,95%
0,65	0,799999	Ca2/CC	10,63%
0,8	1,249999	Caa/CCC	8,64%
1,25	1,499999	B3/B-	4,37%
1,5	1,749999	B2/B	3,57%
1,75	1,999999	B1/B+	2,98%
2	2,249999	Ba2/BB	2,38%
2,25	2,499999	Ba1/BB+	1,98%
2,5	2,999999	Baa2/BBB	1,27%
3	4,249999	A3/A-	1,13%
4,25	5,499999	A2/A	0,99%
5,5	6,499999	A1/A+	0,90%
6,5	8,499999	Aa2/AA	0,72%
8,50	100000	Aaa/AAA	0,54%

For financial service firms (default spreads are slightly different)

If long term interest coverage ratio is			
greater than	≤ to	Rating is	Spread is
-100000	0,049999	D2/D	18,60%
0,05	0,099999	C2/C	13,95%
0,1	0,199999	Ca2/CC	10,63%
0,2	0,299999	Caa/CCC	8,64%
0,3	0,399999	B3/B-	4,37%
0,4	0,499999	B2/B	3,57%
0,5	0,599999	B1/B+	2,98%
0,6	0,749999	Ba2/BB	2,38%
0,75	0,899999	Ba1/BB+	1,98%
0,9	1,199999	Baa2/BBB	1,27%
1,2	1,499999	A3/A-	1,13%
1,5	1,999999	A2/A	0,99%
2	2,499999	A1/A+	0,90%
2,5	2,999999	Aa2/AA	0,72%
3	100000	Aaa/AAA	0,54%

For smaller and riskier firms

If interest coverage ratio is			
greater than	≤ to	Rating is	Spread is
-100000	0,499999	D2/D	18,60%
0,5	0,799999	C2/C	13,95%
0,8	1,249999	Ca2/CC	10,63%
1,25	1,499999	Caa/CCC	8,64%
1,5	1,999999	B3/B-	4,37%
2	2,499999	B2/B	3,57%
2,5	2,999999	B1/B+	2,98%
3	3,499999	Ba2/BB	2,38%
3,5	3,999999	Ba1/BB+	1,98%
4	4,499999	Baa2/BBB	1,27%
4,5	5,999999	A3/A-	1,13%
6	7,499999	A2/A	0,99%
7,5	9,499999	A1/A+	0,90%
9,5	12,499999	Aa2/AA	0,72%
12,5	100000	Aaa/AAA	0,54%

ENTERSOFT A.E.

Inputs for synthetic rating estimation			
Please read the special cases worksheet (see below) before you use this spreadsheet.			
Before you use this spreadsheet, make sure that the iteration box (under calculation options in excel) is checked.			
Enter the type of firm =	2	(Enter 1 if large manufacturing firm, 2 if smaller or riskier firm, 3 if financial service Small: <\$5 billion)	
Do you have any operating lease or rental commitments?	Yes	Yes or No	
Enter current Earnings before interest and taxes (EBIT) =	\$ 1.624.927,00	(Add back only long term interest expense for financial firms)	
Enter current interest expenses =	\$ 82.183,00	(Use only long term interest expense for financial firms)	
Enter current long term government bond rate =	4,964%		
Output			
Interest coverage ratio =	8,74		
Estimated Bond Rating =	A1/A+	Note: If you get REF! All over the place, set the operating lease commitm	
Estimated Default Spread =	0,90%	to No, and then reset it to Yes. It should work.	
Estimated Cost of Debt =	5,86%		
If you want to update the spreads listed below, please visit http://www.bondsonline.com			
For large manufacturing firms		For financial service firms (default spreads are slightly different)	
If interest coverage ratio is			
>	≤ to	Rating is	Spread is
-100000	0,199999	D2/D	18,60%
0,2	0,649999	C2/C	13,95%
0,65	0,799999	Ca2/CC	10,63%
0,8	1,249999	Caa/CCC	8,64%
1,25	1,499999	B3/B-	4,37%
1,5	1,749999	B2/B	3,57%
1,75	1,999999	B1/B+	2,98%
2	2,249999	Ba2/BB	2,38%
2,25	2,499999	Ba1/BB+	1,98%
2,5	2,999999	Baa2/BBB	1,27%
3	4,249999	A3/A-	1,13%
4,25	5,499999	A2/A	0,99%
5,5	6,499999	A1/A+	0,90%
6,5	8,499999	Aa2/AA	0,72%
8,50	100000	Aaa/AAA	0,54%
If long term interest coverage ratio is			
greater than	≤ to	Rating is	Spread is
-100000	0,049999	D2/D	18,60%
0,05	0,099999	C2/C	13,95%
0,1	0,199999	Ca2/CC	10,63%
0,2	0,299999	Caa/CCC	8,64%
0,3	0,399999	B3/B-	4,37%
0,4	0,499999	B2/B	3,57%
0,5	0,599999	B1/B+	2,98%
0,6	0,749999	Ba2/BB	2,38%
0,75	0,899999	Ba1/BB+	1,98%
0,9	1,199999	Baa2/BBB	1,27%
1,2	1,499999	A3/A-	1,13%
1,5	1,999999	A2/A	0,99%
2	2,499999	A1/A+	0,90%
2,5	2,999999	Aa2/AA	0,72%
3	100000	Aaa/AAA	0,54%
For smaller and riskier firms			
If interest coverage ratio is			
greater than	≤ to	Rating is	Spread is
-100000	0,499999	D2/D	18,60%
0,5	0,799999	C2/C	13,95%
0,8	1,249999	Ca2/CC	10,63%
1,25	1,499999	Caa/CCC	8,64%
1,5	1,999999	B3/B-	4,37%
2	2,499999	B2/B	3,57%
2,5	2,999999	B1/B+	2,98%
3	3,499999	Ba2/BB	2,38%
3,5	3,999999	Ba1/BB+	1,98%
4	4,499999	Baa2/BBB	1,27%
4,5	5,999999	A3/A-	1,13%
6	7,499999	A2/A	0,99%
7,5	9,499999	A1/A+	0,90%
9,5	12,499999	Aa2/AA	0,72%
12,5	100000	Aaa/AAA	0,54%

ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ ΙΙ

ΥΠΟΛΟΓΙΣΜΟΣ ΠΑΡΟΥΣΑΣ ΑΞΙΑΣ ΛΕΙΤΟΥΡΓΙΚΩΝ ΜΙΣΘΩΜΑΤΩΝ

O.T.E. A.E.

Operating lease inputs						
Operating lease expense in current year =				\$ 109.400.000,00		
<i>Operating Lease Commitments (From footnote to financials)</i>						
Year	Commitment	! Year 1 is next year, ...				
1	\$117.900.000,00					
2	\$ 63.800.000,00		\$ 255.200.000,00			
3	\$ 63.800.000,00					
4	\$ 63.800.000,00					
5	\$ 63.800.000,00					
6 and beyond	\$277.400.000,00					
Pre-tax Cost of Debt =		5,4000%	! If you do not have a cost of debt, use the attached ratings estimator			
<i>From the current financial statements, enter the following</i>						
Reported Operating Income (EBIT) =		\$ 305.500.000,00	! This is the EBIT reported in the current income statement			
Reported Debt =		\$2.040.700.000,00	! This is the interest-bearing debt reported on the balance sheet			
Reported Interest Expenses =		\$ 139.400.000,00				
Output						
Number of years embedded in yr 6 estimate =		4	! I use the average lease expense over the first five years to estimate the number of years of expenses in yr 6			
<i>Converting Operating Leases into debt</i>						
Year	Commitment	Present Value				
1	\$117.900.000,00	\$ 111.859.582,54				
2	\$ 63.800.000,00	\$ 57.430.084,72				
3	\$ 63.800.000,00	\$ 54.487.746,42				
4	\$ 63.800.000,00	\$ 51.696.154,10				
5	\$ 63.800.000,00	\$ 49.047.584,53				
6 and beyond	\$ 69.350.000,00	\$ 187.306.288,56	! Commitment beyond year 6 converted into an annuity for ten years			
Debt Value of leases =		\$ 511.827.440,87				
<i>Restated Financials</i>						
Operating Income with Operating leases reclassified as debt =				\$ 358.030.284,35		
Debt with Operating leases reclassified as debt =				\$ 2.552.527.440,87		
Full Operating lease adjustment						
Reported Operating income =			\$305.500.000,00			
+ Current year's operating lease expense =			\$109.400.000,00			
- Depreciation on leased asset =			\$56.869.715,65			
Adjusted Operating Income			\$358.030.284,35			

INTRAKOM A.E.

Operating lease inputs							
Operating lease expense in current year =						\$ 3.319.000,00	
<i>Operating Lease Commitments (From footnote to financials)</i>							
Year	Commitment	! Year 1 is next year, ...					
1	\$ 4.195.000,00						
2	\$ 2.618.000,00			\$ 10.472.000,00			
3	\$ 2.618.000,00						
4	\$ 2.618.000,00						
5	\$ 2.618.000,00						
6 and beyond	\$ 15.158.000,00						
Pre-tax Cost of Debt =			5,1700%	! If you do not have a cost of debt, use the attached ratings estimator			
<i>From the current financial statements, enter the following</i>							
Reported Operating Income (EBIT) =			\$ 21.217.000,00	! This is the EBIT reported in the current income statement			
Reported Debt =			\$ 243.488.000,00	! This is the interest-bearing debt reported on the balance sheet			
Reported Interest Expenses =			\$ 21.003.000,00				
Output							
Number of years embedded in yr 6 estimate =			5	! I use the average lease expense over the first five years to estimate the number of years of expenses in yr 6			
<i>Converting Operating Leases into debt</i>							
Year	Commitment	Present Value					
1	\$ 4.195.000,00	\$ 3.988.780,07					
2	\$ 2.618.000,00	\$ 2.366.932,62					
3	\$ 2.618.000,00	\$ 2.250.577,75					
4	\$ 2.618.000,00	\$ 2.139.942,71					
5	\$ 2.618.000,00	\$ 2.034.746,32					
6 and beyond	\$ 3.031.600,00	\$ 10.153.361,01	! Commitment beyond year 6 converted into an annuity for ten years				
Debt Value of leases =		\$ 22.934.340,47					
<i>Restated Financials</i>							
Operating Income with Operating leases reclassified as debt =						\$ 22.242.565,95	
Debt with Operating leases reclassified as debt =						\$266.422.340,47	
Full Operating lease adjustment							
Reported Operating income =			\$21.217.000,00				
+ Current year's operating lease expense =			\$3.319.000,00				
- Depreciation on leased asset =			\$2.293.434,05				
Adjusted Operating Income			\$22.242.565,95				

ΠΛΑΙΣΙΟ Α.Ε.Β.Ε.

Operating lease inputs							
Operating lease expense in current year =						\$ 5.260.000,00	
<i>Operating Lease Commitments (From footnote to financials)</i>							
Year	Commitment	! Year 1 is next year, ...					
1	\$ 4.836.000,00						
2	\$ 4.504.250,00						
3	\$ 4.504.250,00						
4	\$ 4.504.250,00						
5	\$ 4.504.250,00						
6 and beyond	\$ 20.240.000,00						
Pre-tax Cost of Debt =			12,8427%	! If you do not have a cost of debt, use the attached ratings estimator			
<i>From the current financial statements, enter the following</i>							
Reported Operating Income (EBIT) =			\$ 8.693.000,00	! This is the EBIT reported in the current income statement			
Reported Debt =			\$ 12.877.000,00	! This is the interest-bearing debt reported on the balance sheet			
Reported Interest Expenses =			\$ 1.672.000,00				
Output							
Number of years embedded in yr 6 estimate =			4	! I use the average lease expense over the first five years to estimate the number of years of expenses in yr 6			
<i>Converting Operating Leases into debt</i>							
Year	Commitment	Present Value					
1	\$ 4.836.000,00	\$ 4.285.610,07					
2	\$ 4.504.250,00	\$ 3.537.327,01					
3	\$ 4.504.250,00	\$ 3.134.740,33					
4	\$ 4.504.250,00	\$ 2.777.972,44					
5	\$ 4.504.250,00	\$ 2.461.808,66					
6 and beyond	\$ 5.060.000,00	\$ 8.253.015,02	! Commitment beyond year 6 converted into an annuity for ten years				
Debt Value of leases =		\$ 24.450.473,54					
<i>Restated Financials</i>							
Operating Income with Operating leases reclassified as debt =						\$ 11.236.280,72	
Debt with Operating leases reclassified as debt =						\$ 37.327.473,54	
Full Operating lease adjustment							
Reported Operating income =			\$8.693.000,00				
+ Current year's operating lease expense =			\$5.260.000,00				
- Depreciation on leased asset =			\$2.716.719,28				
Adjusted Operating Income			\$11.236.280,72				

QUEST A.E.

Operating lease inputs							
Operating lease expense in current year =						\$ 2.841.000,00	
<i>Operating Lease Commitments (From footnote to financials)</i>							
Year	Commitment	! Year 1 is next year, ...					
1	\$ 4.696.000,00						
2	\$ 3.503.750,00			\$ 14.015.000,00			
3	\$ 3.503.750,00						
4	\$ 3.503.750,00						
5	\$ 3.503.750,00						
6 and beyond	\$ 9.833.000,00						
Pre-tax Cost of Debt =			10,6238%	! If you do not have a cost of debt, use the attached ratings estimator			
<i>From the current financial statements, enter the following</i>							
Reported Operating Income (EBIT) =			\$ 18.595.000,00	! This is the EBIT reported in the current income statement			
Reported Debt =			\$ 52.447.000,00	! This is the interest-bearing debt reported on the balance sheet			
Reported Interest Expenses =			\$ 4.224.000,00				
Output							
Number of years embedded in yr 6 estimate =			3	! I use the average lease expense over the first five years to estimate the number of years of expenses in yr 6			
<i>Converting Operating Leases into debt</i>							
Year	Commitment	Present Value					
1	\$ 4.696.000,00	\$ 4.245.019,14					
2	\$ 3.503.750,00	\$ 2.863.098,18					
3	\$ 3.503.750,00	\$ 2.588.140,24					
4	\$ 3.503.750,00	\$ 2.339.587,92					
5	\$ 3.503.750,00	\$ 2.114.905,34					
6 and beyond	\$ 3.277.666,67	\$ 4.866.552,98	! Commitment beyond year 6 converted into an annuity for ten years				
Debt Value of leases =		\$ 19.017.303,80					
<i>Restated Financials</i>							
Operating Income with Operating leases reclassified as debt =						\$ 19.058.837,03	
Debt with Operating leases reclassified as debt =						\$ 71.464.303,80	
Full Operating lease adjustment							
Reported Operating income =			\$18.595.000,00				
+ Current year's operating lease expense =			\$2.841.000,00				
- Depreciation on leased asset =			\$2.377.162,97				
Adjusted Operating Income			\$19.058.837,03				

SPACE HELLAS A.E.

Operating lease inputs							
Operating lease expense in current year =						\$ 452.000,00	
<i>Operating Lease Commitments (From footnote to financials)</i>							
Year	Commitment	! Year 1 is next year, ...					
1	\$ 518.000,00						
2	\$ 227.000,00			\$ 908.000,00			
3	\$ 227.000,00						
4	\$ 227.000,00						
5	\$ 227.000,00						
6 and beyond	\$ 47.000,00						
Pre-tax Cost of Debt =			4,5400%	! If you do not have a cost of debt, use the attached ratings estimator			
<i>From the current financial statements, enter the following</i>							
Reported Operating Income (EBIT) =			\$ 3.772.000,00	! This is the EBIT reported in the current income statement			
Reported Debt =			\$ 17.765.000,00	! This is the interest-bearing debt reported on the balance sheet			
Reported Interest Expenses =			\$ 2.166.000,00				
Output							
Number of years embedded in yr 6 estimate =			0	! I use the average lease expense over the first five years to estimate the number of years of expenses in yr 6			
<i>Converting Operating Leases into debt</i>							
Year	Commitment	Present Value					
1	\$ 518.000,00	\$ 495.504,11					
2	\$ 227.000,00	\$ 207.711,65					
3	\$ 227.000,00	\$ 198.691,08					
4	\$ 227.000,00	\$ 190.062,25					
5	\$ 227.000,00	\$ 181.808,16					
6 and beyond	\$ 47.000,00	\$ 36.008,32	! Commitment beyond year 6 converted into an annuity for ten years				
Debt Value of leases =		\$ 1.309.785,59					
<i>Restated Financials</i>							
Operating Income with Operating leases reclassified as debt =						\$ 3.962.042,88	
Debt with Operating leases reclassified as debt =						\$ 19.074.785,59	
Full Operating lease adjustment							
Reported Operating income =			\$3.772.000,00				
+ Current year's operating lease expense =			\$452.000,00				
- Depreciation on leased asset =			\$261.957,12				
Adjusted Operating Income			\$3.962.042,88				

LOGISMOS A.E.

Operating lease inputs				
Operating lease expense in current year =			\$	35.786,40
<i>Operating Lease Commitments (From footnote to financials)</i>				
Year	Commitment	! Year 1 is next year,		
1	\$ 41.296,82			
2	\$ 17.485,12	\$	69.940,46	
3	\$ 17.485,12			
4	\$ 17.485,12			
5	\$ 17.485,12			
6 and beyond	\$ 7.375,44			
Pre-tax Cost of Debt =		10,5570%	! If you do not have a cost of debt, use the attached ratings estimator	
<i>From the current financial statements, enter the following</i>				
Reported Operating Income (EBIT) =		\$	160.408,60	! This is the EBIT reported in the current income sta
Reported Debt =		\$	47.931,64	! This is the interest-bearing debt reported on the b
Reported Interest Expenses =		\$	12.301,59	
Output				
Number of years embedded in yr 6 estimate =		0	! I use the average lease expense over the first five y to estimate the number of years of expenses in yr 6	
<i>Converting Operating Leases into debt</i>				
Year	Commitment	Present Value		
1	\$ 41.296,82	\$ 37.353,42		
2	\$ 17.485,12	\$ 14.305,27		
3	\$ 17.485,12	\$ 12.939,27		
4	\$ 17.485,12	\$ 11.703,71		
5	\$ 17.485,12	\$ 10.586,13		
6 and beyond	\$ 7.375,44	\$ 4.038,97	! Commitment beyond year 6 converted into an annuity for ten years	
Debt Value of leases =		\$	90.926,77	
<i>Restated Financials</i>				
Operating Income with Operating leases reclassified as debt =		\$	178.009,65	
Debt with Operating leases reclassified as debt =		\$	138.858,41	
Full Operating lease adjustment				
Reported Operating income =		\$	160.408,60	
+ Current year's operating lease expense =		\$	35.786,40	
- Depreciation on leased asset =		\$	18.185,35	
Adjusted Operating Income		\$	178.009,65	

ENTERSOFT A.E.

Operating lease inputs							
Operating lease expense in current year =						\$ 528.788,00	
<i>Operating Lease Commitments (From footnote to financials)</i>							
Year	Commitment	! Year 1 is next year, ...					
1	\$ 589.496,00						
2	\$ 339.478,75			\$ 1.357.915,00			
3	\$ 339.478,75						
4	\$ 339.478,75						
5	\$ 339.478,75						
6 and beyond	\$ 749.587,00						
Pre-tax Cost of Debt =			5,8639%	! If you do not have a cost of debt, use the attached ratings estimator			
<i>From the current financial statements, enter the following</i>							
Reported Operating Income (EBIT) =			\$ 1.624.927,00	! This is the EBIT reported in the current income statement			
Reported Debt =			\$ 1.624.927,00	! This is the interest-bearing debt reported on the balance sheet			
Reported Interest Expenses =			\$ 82.183,00				
Output							
Number of years embedded in yr 6 estimate =			2	! I use the average lease expense over the first five years to estimate the number of years of expenses in yr 6			
<i>Converting Operating Leases into debt</i>							
Year	Commitment	Present Value					
1	\$ 589.496,00	\$ 556.843,21					
2	\$ 339.478,75	\$ 302.912,17					
3	\$ 339.478,75	\$ 286.133,56					
4	\$ 339.478,75	\$ 270.284,33					
5	\$ 339.478,75	\$ 255.313,00					
6 and beyond	\$ 374.793,50	\$ 517.769,83	! Commitment beyond year 6 converted into an annuity for ten years				
Debt Value of leases =		\$ 2.189.256,10					
<i>Restated Financials</i>							
Operating Income with Operating leases reclassified as debt =						\$ 1.840.964,13	
Debt with Operating leases reclassified as debt =						\$ 3.814.183,10	
Full Operating lease adjustment							
Reported Operating income =			\$1.624.927,00				
+ Current year's operating lease expense =			\$528.788,00				
- Depreciation on leased asset =			\$312.750,87				
Adjusted Operating Income			\$1.840.964,13				